Ч28
II-142
Абонемент

БАНКОВАЯ ЭНЦИКЛОПЕДИЯ

2

916

ТОМБ

228/142

Банковая Энциклопедія.

II.

Перепечатки и переводы
воспрещаются.
Законъ 20 марта 1911 г.

Банковая Энциклопедія

подъ общей редакціей
Проф. Л. Н. ЯСНОПОЛЬСКАГО.

Томъ II.

Издательство Банковой Энциклопедіи

КІЕВЪ

К
228/142

БИРЖА.

Исторія и современная организація фондовыхъ биржъ на Западѣ и въ Россіи. Биржевыя сдѣлки. Биржи и война.

ПОЛУЧЕНО
ОБЪЕДИНЕННАЯ БИБЛІОТЕКА И. Е. П.

КІЕВЪ.
Типографія 2-й Артели, Владимірская, 43.
1916.

БЭ
Библиотека Аграрного Института
685
62
Государств. публичная историческая библиотека
М 575272

Списокъ сотрудниковъ «Банковой Энциклопедіи».

Авзаркисовъ, М. П.
Анцыферовъ, А. Н., проф.
Афанасьевъ, Г. Е., проф.
Барановскій, Х. А.
Барацъ, Л. Г.
Бернацкій, М. В., доц.
Боголѣповъ, М. И., проф.
Бородаевскій, С. В.
Вайнштейнъ, Е. В.
Вацуро, Г. А.
Винаверъ, М. М., прис. пов.
Волковъ, А. Ф., прив.-доц.
Гагемейстеръ, В. А.
Гернгроссъ, Р. Ф., прис. пов.
Гессенъ, Я. М., прис. пов.
Гиршманъ, М. О., прис. пов.
Глазбергъ, Н. Б., прис. пов.
Голубевъ, А. К.
Гольденвейзеръ, А. А.
Гольдштейнъ, І. М., проф.
Гренъ, Вл.
Доброхотовъ, Н. С.
Добрый, А. Ю.
Дутлингеръ, Э.
Евдокимовъ, А. А.
Желѣзновъ, В. Я., проф.
Закъ, А. Н.
Закъ, Л. С.
Ивъ, Б. Т., прис. пов.
Идельсонъ, В. Р., прив.-доц.
Каминка, А. И., проф.
Кардашевъ, В. П.
Керножицкій, И. И.
Кильчевскій, В. А.
Краснокутскій, В. А., проф.
Криличевскій, М. А.
Кулишеръ, І. М., прив.-доц.
Лазаревскій, Н. И., проф.
Лазаревъ, А. М.
Левинъ, Д. Н.,
Левинъ, И. И. прив.-доц.
Ломейеръ, А. Э.
Лурье, Е. С.
Люблинскій, П. И., проф.
Максимовъ, Е. Д.
Марголинъ, Д. М.
Меркуловъ, А. В.
Мигулинъ, П. П., проф.
Можжевеловъ, Н. Ф.
Мукосѣевъ, В. А.
Николаевскій, В. А.
Николаевъ, А. А.
Огановскій, Н. П.
Озеровъ, И. Х., проф.
Островскій, А. А.
Перелешинъ. В. А.
Петровъ, Е. С.
Подольскій, И. М.
Поузнеръ, М. В.
Радецкій, Ѳ. К.
Ратнеръ, С. Б.
Реннингъ, Р. Ф.
Розенбергъ, В. В., прив.-доц.
Р. К.
Семененко, И. В.
Сенкевичъ, К.

Силинъ, Н. Д., проф.
Смирновъ, А. М.
Струве, П. Б., проф.
Тотоміанцъ, В. Ѳ., прив.-доц.
Туганъ-Барановскій, М. И., проф.
Фельдзеръ, Л. Л.
Феттерлейнъ, П. К.
Филипповъ, Ю. Д.
Хижняковъ, В. В.
Шафиръ, М. П., прис. пов.
Шереметевъ, Н. А.
Шефтель, М. И. прис. пов.
Шингаревъ, А. И.
Шоръ, А. С.
Эпштейнъ, Е. М.
Якубовскій, В. В.
Яснопольскій, Л. Н., проф.

Borgatta, G., Dr.
Brisman, Sv., Doz.
Crecelius, Dr.
Crüger, H., Prof.
Duboislandry-Dubern, E., Dr.
Feld, E., Dr.
Ferraris, C. F., Prof.
Heilfron, E., Doz.
Hultman, I., Dr.
Illner, F., Dr.
Jaffé, E., Prof.
Jarach, C., Dr.
Kaufmann, E., Dr.
Layton, G. C., Dr.
Lopuszański, E., Dr. †
Philippovich, E. v., Prof.
Prion, W., Doz.
Schulze-Gaevernitz, G. v., Prof.
Stieda, E. v., Dr.
Stillich, O., Prof.
Thalberg, M., Dr.
Thesleff, R., Dr.
Weber, Ad., Prof.
Wygodzinski, W., Prof.
Zadoks, S., Dr.

ОГЛАВЛЕНІЕ.

	стр.
Предисловіе	IX—XVI
Что такое биржа?—**Проф. Н. Д. Силинъ**	1—23
Значеніе биржи въ современномъ хозяйственномъ строѣ.—**Проф. М. И. Туганъ-Барановскій**	24—39
Исторія биржи.—**Проф. І. М. Кулишеръ**	40—75
Фондовыя биржи въ Великобританіи.—**А. М. Смирновъ.**	76—97
Фондовыя биржи во Франціи.—**Dr. Eug. Kaufmann**	98—124
Фондовыя биржи въ Германіи.—**Dr. O. Stillich**	125—151
Фондовыя биржи въ Австро-Венгріи.—**А. С. Шоръ**	152—168
Фондовыя биржи въ С.-А. Соединенныхъ Штатахъ.—**А. М. Смирновъ**	169—184
Фондовыя биржи въ Россіи.—**В. П. Кардашевъ**	185—220
Ростъ Петроградской фондовой биржи.—**И. И. Левинъ**	221—234
Образованіе цѣнъ и установленіе курса на важнѣйшихъ биржахъ.—**Dr. W. Prion**	235—261
Объекты фондовыхъ сдѣлокъ.—**А. Н. Закъ**	262—274
Допущеніе цѣнныхъ бумагъ къ биржевому обороту.—**А. Н. Закъ**	275—291
Биржевыя сдѣлки, ихъ пролонгація и ликвидація.—**Prof. E. Heilfron и Dr. E. Feld**	292—333
Экономическое значеніе срочныхъ биржевыхъ сдѣлокъ.—**Р. К.**	334—346
Биржевыя сдѣлки по русскому праву.—**Я. М. Гессенъ**	347—367
Биржа и банки.—**Проф. М. И. Боголѣповъ**	368—384
Война и фондовыя биржи.—**В. А. Мукосѣевъ**	385—412

Предисловіе.

Второй томъ „Банковой Энциклопедіи“ выходитъ съ большимъ запозданіемъ. Почти весь матеріалъ для него былъ въ распоряженіи редакціи еще въ іюнѣ 1914 года. Но затѣмъ цѣлый рядъ причинъ задерживалъ выпускъ его въ свѣтъ. Прежде всего невольное отсутствіе редактора, застрявшаго, благодаря войнѣ, заграницей вплоть до конца лѣта 1914 года. Далѣе, рядъ трудностей чисто редакціоннаго характера, заставившихъ иногда по два и даже по три раза пересылать корректуры изъ Кіева въ Петроградъ и обратно. И, наконецъ,—въ самое послѣднее время—недостатокъ въ Кіевѣ бумаги, давшій себя почувствовать вслѣдствіе разросшихся размѣровъ тома, и крайняя затруднительность ея доставки заставили выдѣлить уже совершенно готовый отдѣлъ о товарныхъ биржахъ (статьи А. Ф. Волкова и В. В. Розенберга) въ одинъ изъ слѣдующихъ томовъ изданія, а упомянутыя въ проспектѣ изданія приложенія—отложить до X-го справочнаго тома „Энциклопедіи“. Но съ другой стороны программа публикуемаго нынѣ тома дополнена статьями: *Р. К.* „Экономическое значеніе срочныхъ биржевыхъ сдѣлокъ“ и *В. Мукосѣева* „Война и фондовыя биржи“.

Въ будущемъ же издательство предполагаетъ выпустить, въ дополненіе къ намѣченнымъ по плану 10-ти томамъ, еще дополнительный одиннадцатый томъ „Банки и война“.

Принося свои извиненія передъ подписчиками за это невольное запозданіе, редакція и издательство считаютъ своимъ долгомъ заявить, что обязательства, принятыя ими на себя, будутъ выполнены, хотя неизбѣжно съ задержкой. Въ настоящее время издательство приступаетъ къ печатанію третьяго тома, посвященнаго мелкому кредиту и кредитной кооперації. Матеріалъ для него въ настоящее время вполнѣ готовъ, но подготовка его также сильно затормозилась отвлеченіемъ ряда сотрудниковъ на театръ военныхъ дѣйствій и несчастьемъ, постигшимъ

одного изъ двухъ спеціальныхъ редакторовъ этого тома—С. Б. Ратнера, съ лѣта 1914 г. и донынѣ томящагося въ германскомъ плѣну.

Составленіе программы предлагаемаго нынѣ вниманію читателей тома „Биржа“ и часть редакторской работы принадлежитъ пр.-доц. петроградскаго университета И. И. Левину.

Посвящая выпускаемый нынѣ томъ организаціи и дѣятельности фондовыхъ биржъ на Западѣ и въ Россіи, редакція не можетъ не остановиться здѣсь на темахъ, существенныхъ для нашего биржевого дѣла.

Традиціи полицейскаго государства и предразсудки круговъ общества, не доросшихъ до западно-европейскаго пониманія значенія свободнаго биржевого оборота, сильнѣйшимъ образомъ тормозятъ развитіе русскаго биржевого дѣла, а вмѣстѣ съ нимъ задерживаютъ необходимую, нестѣсняемую отжившими путами опеки и запрещеній, европеизацію экономической жизни Россіи въ области торговыхъ, промышленныхъ и кредитныхъ отношеній.

Ниже, въ статьѣ В. П. Кардашева, читатели найдутъ характерныя указанія на исторію—неизбѣжно скромныхъ—попытокъ петроградскаго биржевого купечества отстоять автономію биржевой корпораціи, расширить и демократизировать ея составъ, закрѣпить свободу срочныхъ сдѣлокъ. Традиціонное биржевое самоуправленіе, хотя и въ довольно узкихъ, поставленныхъ закономъ, предѣлахъ, было, однако, лишь терпимо, пока не сталкивалось съ болѣе властными интересами. Но именно съ наступленіемъ новой эпохи въ русской торгово-промышленной жизни—въ 90-хъ годахъ прошлаго вѣка, когда капиталистическое развитіе сдѣлало первые крупные успѣхи, когда новая валюта должна была создать и новый—единый со всѣмъ цивилизованнымъ міромъ—языкъ для коммерческихъ сношеній, когда нашъ государственный кредитъ дошелъ до процвѣтанія, достаточно прочнаго, несмотря на постигшія его потомъ потрясенія, когда для дальнѣйшаго нормальнаго хода здороваго капиталистичего развитія жизненно нужна была здоровая, сильная и независимая биржа,—первый же кризисъ соблазнилъ властнаго реформатора нашей застарѣлой экономической рутины наложить тяжелую руку на фондовую биржу. „Вмѣсто того, чтобы противодѣйствіе понижательной спекуляціи видѣть въ сильной и здоровой контръминѣ, всегда являющейся на свободныхъ биржахъ въ подобныхъ случаяхъ, какъ начало, парализующее усилія отдѣльныхъ „злонамѣренныхъ“ лицъ, въ „Положеніи“ (27 іюля 1900 г. о фондо-

вомъ отдѣлѣ С.-Петербургской биржи) устанавливаютъ противъ нихъ мѣры административнаго воздѣйствія“ [1]). С. Ю. Витте былъ плоть отъ плоти и кость отъ кости русскаго автократическаго режима. Ему не дано было того пониманія и той воли, которыя могли бы призвать къ жизни и къ ея обновленію силы гражданской самодѣятельности и экономической свободы.

И понынѣ царитъ взглядъ, что биржа есть институтъ исключительно опасный и злостный, который нужно держать въ ежовыхъ рукавицахъ, съ одной стороны, охраняя государственный кредитъ отъ злонамѣренныхъ посягательствъ на курсы фондовъ, съ другой,—тщательно оберегая обывательскихъ карасей отъ биржевыхъ щукъ и акулъ, заботливо преграждая имъ, не доросшимъ до пониманія собственныхъ интересовъ, доступъ въ запретное капище золотого тельца. Обычная психологія среды, въ которой сильны традиціи власти, привыкшей опекать недозрѣлыхъ гражданъ; среды, гдѣ сильно вліяніе старыхъ помѣщичьихъ классовъ, въ корнѣ чуждыхъ и враждебныхъ „спекулятивному духу“,—духу всей современной капиталистической эпохи; гдѣ обыватели, устраненные отъ всякаго опыта общественной и политической жизни, дѣйствительно, до крайности малокультурны; среды, наконецъ, гдѣ въ столицѣ централизуется множество „бѣшеныхъ“ денегъ и паразитическихъ элементовъ, въ періоды ажіотажа накидывающихся на легкую безтрудовую поживу, не подозрѣвая, что спекуляція вовсе не есть игра, въ которой выигрываетъ и полный невѣжда, а дѣйствительно speculatio [2])—процессъ, приводящій къ опредѣленному выводу лишь въ результатѣ сложныхъ разсчетовъ и сложной освѣдомленности.

Не тѣ же ли идейныя теченія въ иной комбинаціи и не тѣ же ли элементы психологіи отдѣльныхъ общественныхъ группъ мы въ значительной мѣрѣ видимъ отразившимися и въ реакціонномъ германскомъ биржевомъ законодательствѣ 90-хъ годовъ, запоздаломъ для Германіи, но роковымъ образомъ совпавшемъ съ оживленіемъ нашей биржи въ концѣ столѣтія? Кризисъ первыхъ годовъ новаго вѣка затормозилъ процессъ усиленія активныхъ элементовъ нашего капиталистическаго роста. Но новый—совершенно несоизмѣримый по своей мощности—подъемъ послѣднихъ лѣтъ передъ войною долженъ былъ бы, въ связи съ неизбѣжными реформами въ области еврейскаго вопроса, общаго торговаго и въ частности акціонернаго законодательства и всей

[1]) См. ниже, *В. П. Кардашевъ*. Фондовыя биржи въ Россіи, стр. 206.

[2]) Съ латинскаго: *умозрѣніе*.

цѣпи общеполитическихъ преобразованій, поставить на очередь и вопросъ о коренномъ измѣненіи въ *отношеніи* власти и общества къ биржѣ и биржевой дѣятельности. Однако, военная катастрофа вновь отсрочила назрѣвавшія реформы. Между тѣмъ онѣ жизненно необходимы.

Такъ „опека въ отношеніи къ широкой публикѣ со стороны власти—говоритъ В. П. Кардашевъ [1])—существеннымъ образомъ ограничиваетъ кругъ участниковъ биржевыхъ собраній изъ боязни вредныхъ послѣдствій для народнаго хозяйства. *Это не даетъ возможности образоваться на нашихъ фондовыхъ биржахъ кулиссѣ* [2]). Теперь кулисса—самый эластичный элементъ парижской биржи, элементъ, безъ котораго не могутъ обойтись и самые крупные банковые институты Франціи,—загнана у насъ въ подполье кофеенъ и „американокъ“, терпимыхъ поневолѣ“... Между тѣмъ, „биржа, лишенная кулиссы, всегда парадоксальна. Она подобна арміи, не имѣющей тыла; ей неоткуда черпать новыя силы и некуда сдать своихъ раненыхъ“.

Это одна сторона вопроса. Съ другой стороны, въ нездоровыхъ общественныхъ условіяхъ можетъ развиваться только *нездоровая* спекуляція. А намъ жизненно нужна именно *„здоровая* и сильная спекуляція“,—„словосочетаніе, писали мы въ иномъ мѣстѣ [3]), которое звучитъ для шаблоннаго русскаго кругооборота идей чѣмъ-то совершенно еретическимъ“. Здоровая спекуляція выростаетъ въ нормальныхъ условіяхъ свободно развивающагося капитализма. Она является одною изъ неотъемлемыхъ чертъ процесса образованія капиталистическаго духа, духа предпріимчивости, воспитаніе котораго въ обществѣ немыслимо безъ свободной, нормальной спекуляціи. „Въ сущности, всякая предпринимательская дѣятельность—говоритъ старикъ Макъ Куллохъ—есть спекуляція“, и всѣ призывы радѣтелей „развитія нашихъ производительныхъ силъ“, призывы къ экономической „самодѣятельности“, „предпріимчивости“ и т. д. должны оказываться безплодными безъ воспитанія въ дѣятеляхъ на этомъ поприщѣ той широты и остроты коммерческаго разсчета, которыя оттачиваются и закаляются въ огнѣ спекуляціи. „Не преуменьшайте—говоритъ А. Куртуа [4])—общественной цѣнности этой

---

[1]) Ibid., стр. 220.

[2]) Курсивъ нашъ.

[3]) Сборникъ: „Великая Россія“, часть II, стр. 111—112, Москва 1911, статья „О войнѣ и нашихъ финансахъ“.

[4]) *Alph. Courtois.* Traité des opérations de bourse et de change. 14-me édition, Paris 1910, стр. 44.

интеллектуальной работы, которая... держитъ всѣ умы въ состояніи бодрствованія, предписываетъ имъ предусмотрительность, благоразуміе, заставляетъ ихъ быть на стражѣ общественныхъ дѣлъ, во имя ихъ собственнаго интереса, побуждаетъ ихъ—акціонеровъ великаго общественнаго цѣлаго, называемаго государствомъ,—знать все, что только ихъ касается, что только можетъ имѣть для нихъ важность въ будущемъ"...

И именно, въ моментъ окончанія войны и въ періодъ ея ликвидаціи, возстановленія нашего кредита и обычно слѣдующаго за войною расцвѣта предпріимчивости намъ особенно нужна была бы сильная и независимая биржа, необходимость которой мы обычно недооцѣнивали всегда, быть можетъ, недооцѣниваемъ даже и теперь, въ разгаръ европейской войны.

Размѣровъ нынѣшней войны никто, конечно, не могъ предусмотрѣть въ полной мѣрѣ. Однако, готовившіеся къ ней дѣятели германскаго банкирскаго міра предусматривали необходимость сильнаго, емкаго биржевого рынка для успѣха внутреннихъ государственныхъ займовъ именно въ военное время. Одинъ изъ извѣстнѣйшихъ германскихъ финансистовъ P. Warburg на съѣздѣ германскихъ банкировъ въ 1907 году высказывалъ такія мысли: „въ критическій моментъ можетъ оказаться, что немногочисленные банки и банкиры одни не въ состояніи будутъ размѣстить военныхъ займовъ (возгласы: „вѣрно"). Для этого необходимо большое число мелкихъ фирмъ... Мы нуждаемся въ здоровой и сильной спекуляціи, ибо лишь она можетъ въ моментъ объявленія войны предупредить всеобщую панику, пріобрѣтая наши отечественныя цѣнности при падающемъ курсѣ на нихъ. Огромная важность сильной спекуляціи ярко освѣщается тѣмъ фактомъ, что французскіе милліардные займы во время и по окончаніи войны были взяты спекуляціей, а не сберегающей публикой, и окончательное размѣщеніе ихъ послѣдовало лишь черезъ 7—8 лѣтъ послѣ" [1]).

Что касается срочныхъ сдѣлокъ, то ниже въ статьѣ *Р. К.* [2]) русскій читатель найдетъ попытку выяснить общепризнанныя въ странахъ западнаго капитализма, хотя бы и заподозрѣнныя реакціонными теченіями въ Германіи, свойства биржевыхъ явленій этого порядка, естественно заподазриваемыхъ

[1]) Verhandlungen des III Deutschen Bankiertages, стр. 31. Докладъ P. Warburg'a о финансовой готовности Германіи къ войнѣ и германскомъ биржевомъ законѣ.

[2]) *Р. К.* Экономическое значеніе срочныхъ биржевыхъ сдѣлокъ, стр. 334.

и у насъ, въ виду очевиднаго ихъ сродства съ наиболѣе острыми проявленіями спекулятивной дѣятельности.

Не останавливаясь здѣсь болѣе детально на этомъ вопросѣ, упомянемъ еще лишь о, такъ наз., „кризисѣ биржи", оттѣсненіи или даже вытѣсненіи ея банками и ихъ синдикатами [1]).

Нѣтъ сомнѣнія, что новѣйшая концентрація банковаго капитала, развѣтвленіе банковой дѣятельности, распространеніе ея какъ на фондовыя, такъ и на товарныя операціи, тѣсное объединеніе банковъ съ промышленностью,—всѣ эти проявленія той центральной роли, какую банковый капиталъ призванъ играть въ новѣйшей фазѣ капиталистическаго строя, включаютъ въ себя рядъ элементовъ, замѣщающихъ функціи биржъ, въ извѣстной мѣрѣ оттѣсняющихъ ихъ съ экономической арены, подчиняющихъ биржи силѣ концентрированнаго банковаго капитала. Но, какъ далеко зайдетъ въ будущемъ этотъ процессъ, въ какихъ отношеніяхъ и въ какой мѣрѣ онъ сможетъ вытѣснить биржевыя организаціи, сможетъ ли онъ цѣликомъ превратить биржи въ свои послушныя орудія, сохранивъ лишь видимость ихъ самостоятельности; или же, какъ скорѣе можно предполагать, въ функціяхъ биржъ имѣются стороны непоглотимыя и незамѣнимыя дѣятельностью банковаго капитала, и биржа остается и останется такимъ же центральнымъ механизмомъ капиталистической экономики, какъ и система коммерческихъ банковъ,—все это вопросы далекаго будущаго, предугадать рѣшеніе которыхъ было бы рискованнымъ. Не менѣе трудно высказаться здѣсь и относительно ближайшаго будущаго развитія соотношеній между банковой и биржевой сферой у насъ, въ Россіи.

Обычно воззрѣніямъ экономическаго либерализма въ этихъ вопросахъ противопоставляются аргументы, указывающіе на монополизацію торговой, промышленной и кредитной области синдикатами. А такъ какъ въ русскихъ условіяхъ синдикатскія объединенія, несомнѣнно, въ значительной мѣрѣ проявляютъ не только свои положительныя, но и отрицательныя стороны, то отсюда у насъ выводится обычно необходимость дальнѣйшаго развитія опеки надъ экономическою жизнью, борьбы съ злоупотребленіями путемъ мѣръ административнаго воздѣйствія. Эти

---

[1]) Соотношенію между биржами и банками посвящена въ настоящемъ томѣ статья проф. *М. И. Боголѣпова*; о вліяніи банковъ на биржи имѣются замѣчанія и въ статьѣ *W. Prion'a*, стр. 243—247.

аргументы и эти выводы ложны въ самомъ корнѣ. Именно уродливыя условія, въ которыхъ развивается русская торгово-промышленная, биржевая и банковая дѣятельность, тормозятъ накопленіе капитала, тормозятъ конкурренцію, придавливаютъ предпріимчивость, способствуя, вмѣсто широкой индустріализаціи страны, созданію лишь узкихъ, властныхъ и привилегированныхъ группъ промышленной и финансовой олигархіи. Что было бы съ нашими банками, биржами, съ нашей торговлей и промышленностью при условіи широкихъ либеральныхъ политическихъ и экономическихъ реформъ, при нестѣсняемомъ подъемѣ общей и экономической культуры, какимъ темпомъ въ этихъ условіяхъ пошелъ бы процессъ накопленія капитала и развитія предпріимчивости, и какъ это отразилось бы на всемъ обликѣ нашей экономической жизни,—мы не знаемъ, мы можемъ только гадать.

Можно сказать лишь одно. Эти реформы немыслимы безъ систематическаго организованнаго давленія со стороны той силы, которую представляютъ собою интересы нашего торговаго и биржевого міра и его предпринимательской энергіи. Эта сила не собрана, разрозненна, тонъ общественному мнѣнію задается иными общественными группами, чуждыми нашему торговому классу, и этотъ классъ—естественно—оказывается обычно пасынкомъ общественнаго мнѣнія. Представительство его у насъ неорганизовано. Биржа въ нашихъ своеобразныхъ условіяхъ является однимъ изъ суррогатовъ такого представительства, но наше биржевое купечество не сознаетъ, какою политической силой оно можетъ явиться въ странѣ и не работаетъ надъ созданіемъ, объединеніемъ и укрѣпленіемъ этой силы. А съ нею связано очень многое въ будущихъ судьбахъ нашего отечества, и въ этомъ направленіи должно призывать къ неустанной работѣ тѣхъ, кто сознаетъ все огромное значеніе сильнаго, культурнаго и просвѣщеннаго купеческаго класса въ будущей великой Россіи.

Вотъ тѣ основныя темы, надъ которыми останавливается мысль, подходя къ изученію вопросовъ, которымъ посвященъ выпускаемый нынѣ въ свѣтъ томъ „Банковой Энциклопедіи“.

Редакція и издательство „Банковой Энциклопедіи“

Л. Яснопольскій.

Л. Фельдзеръ.

Что такое биржа?

Статья проф. **Н. Д. Силина.**

Едва-ли какой-нибудь изъ существующихъ экономическихъ институтовъ является болѣе характернымъ для современнаго хозяйственнаго строя, чѣмъ биржа. Она возникла и развивалась съ укрѣпленіемъ и развитіемъ этого строя и въ нѣкоторыхъ отношеніяхъ является его логическимъ завершеніемъ. Вѣдь современное хозяйство есть прежде всего хозяйство мѣновое и характеризуется самостоятельностью многочисленныхъ отдѣльныхъ хозяйствъ, руководимыхъ независимыми субъектами и вступающихъ въ связь между собою путемъ обмѣна. Для обмѣна необходимо установленіе мѣновыхъ пропорцій между товарами, т. е. тѣхъ цѣнъ, по которымъ эти товары обмѣниваются. Такъ какъ эти цѣны опредѣляются, по основному правилу существующаго хозяйственнаго строя, свободной конкурренціей покупателей и продавцовъ, то наиболѣе совершенной въ смыслѣ существующаго строя организаціей обмѣна является такая, при которой цѣна устанавливается подъ вліяніемъ спроса широкихъ круговъ покупателей и предложенія значительныхъ массъ товаровъ, выступающихъ не только въ мѣстной, но и въ международной торговлѣ; иначе, по крайней мѣрѣ относительно ряда товаровъ, были бы вполнѣ возможны такіе случаи, что цѣны складывались бы только подъ вліяніемъ соотношенія спроса и предложенія на мѣстномъ рынкѣ и затѣмъ подвергались бы внезапнымъ колебаніямъ при воздѣйствіи на мѣстный рынокъ со стороны международнаго спроса и предложенія. Поэтому, для облегченія обмѣна продавцы и покупатели должны быть знакомы съ соотношеніемъ спроса и предложенія на міровомъ рынкѣ; а это дѣйствительно возможно лишь въ томъ случаѣ, если при опредѣленіи этого соотношенія мы отрѣшимся отъ индивидуальныхъ свойствъ товара и будемъ разсматривать этотъ товаръ по его родовымъ при-

знакамъ. Но такое отвлеченіе можетъ не привести къ непріятнымъ для отдѣльныхъ покупателей и продавцовъ сюрпризамъ только тогда, если они имѣютъ дѣло съ такими товарами, въ которыхъ индивидуальныя свойства отдѣльныхъ единицъ не имѣютъ значенія и единицы которыхъ могутъ поэтому замѣнять другъ друга. Торговля такими товарами и сосредоточивается на биржѣ, на которой такимъ образомъ происходитъ процессъ обмѣна между отдѣльными, самостоятельными хозяйствами въ его наиболѣе совершенномъ видѣ.

Практиками и теоретиками неоднократно подчеркивалась чрезвычайная трудность задачи выработать точное опредѣленіе понятія „биржа“: въ мотивахъ къ германскому биржевому закону 1896 г. прямо указывалось, что едва-ли возможно дать этому понятію исчерпывающее опредѣленіе. Нѣмецкая экономическая литература, въ которой вообще придается такое большое значеніе точности и полнотѣ опредѣленій, посвятила много вниманія и понятію „биржа“, но среди данныхъ ею опредѣленій, иногда чрезвычайно многословныхъ и запутанныхъ, весьма немногія избѣжали уничтожающей критики; вопросъ запутывался еще благодаря тому, что наряду съ чисто-теоретическимъ интересомъ, на различныя толкованія занимающаго насъ понятія вліяли противоположные экономическіе интересы разныхъ общественныхъ группъ, смотрѣвшихъ на биржу, подъ вліяніемъ этихъ интересовъ, съ совершенно различныхъ точекъ зрѣнія [1]). Основной задачей при разрѣшеніи этого вопроса являлось проведеніе разграничительной черты между биржами, съ одной стороны, и другими собраніями, въ которыхъ покупатели и продавцы точно также сходятся лицомъ къ лицу, т. е. рынками и ярмарками, что въ свою очередь осложнялось весьма широкимъ значеніемъ, которое придается слову „биржа“ въ обычномъ словоупотребленіи (когда говорятъ, напримѣръ, о биржахъ извозчиковъ, натурщиковъ, музыкантовъ, о биржахъ труда и проч.).

Въ виду того, что попытки провести вышеуказанное разграниченіе по количеству и профессіямъ собирающихся на биржахъ и рынкахъ лицъ и по цѣли предпринимаемыхъ ими операцій

---

[1]) Въ этомъ отношеніи поучителенъ разборъ разныхъ опредѣленій биржи въ книгѣ *Wermert*.—Börse, Börsengesetz und Börsengeschäfte. Leipzig 1904, стр. 94—178; на примѣрѣ опредѣленій Винера (стр. 168), съ одной стороны, и самого Вермерта (стр. 177), съ другой, мы видимъ, какъ на этомъ теоретическомъ вопросѣ отразилась борьба интересовъ, завязавшаяся вокругъ берлинской товарной биржи по поводу закона 1896 г.

должны быть признаны неудачными, первое бросающееся въ глаза отличіе съ большимъ основаніемъ ищется въ положеніи, занимаемомъ здѣсь и тамъ предметами, на которые распространяется торгъ. Прежде всего здѣсь подчеркивается, что при заключеніи сдѣлки на биржѣ товары, служащіе объектомъ сдѣлки, отсутствуютъ, не находятся въ наличности; это вполнѣ понятно при томъ назначеніи биржи, которое уже указано нами выше: разъ биржа должна учитывать спросъ и предложеніе мірового рынка, то товары, могущіе служить предметомъ биржевыхъ сдѣлокъ, не могли бы и помѣститься подъ рукою торгующихъ. Но отсутствіе товара при заключеніи сдѣлки далеко не является отличительнымъ признакомъ, свойственнымъ одной только биржѣ: нерѣдки такого рода сдѣлки и на обыкновенныхъ рынкахъ и ярмаркахъ. Такъ, когда совершается покупка товара на основаніи представленнаго продавцомъ образца этого товара, пробы, объектъ сдѣлки точно также отсутствуетъ; между тѣмъ, такого рода сдѣлки заключаются не только на биржахъ, но и на рынкахъ и ярмаркахъ, причемъ тамъ долженъ быть доставленъ покупателю тотъ самый товаръ, проба отъ котораго была показана продавцомъ; слѣдовательно, индивидуальность объекта сдѣлки сохраняется. Гораздо болѣе важнымъ является то обстоятельство, что отсутствующій товаръ, о которомъ заключается сдѣлка на биржѣ, опредѣляется на послѣдней не индивидуально, а только по родовымъ признакамъ: какъ указано выше, для биржи характерна замѣнимость отсутствующаго товара, служащаго предметомъ сдѣлки. Но съ этимъ еще не кончаются наши затрудненія: представленіе о замѣнимости или незамѣнимости вещей является, какъ извѣстно, довольно искусственнымъ. Безусловной замѣнимостью отличается одна категорія объектовъ биржевого торга: при сдѣлкахъ съ цѣнными бумагами и деньгами можно, безъ сомнѣнія, замѣнять одну единицу другою того же наименованія. Иначе обстоитъ дѣло съ другими предметами торговли: въ виду различія между отдѣльными единицами этихъ объектовъ, понадобилось принятіе довольно сложныхъ мѣръ, чтобы придать товарамъ такого рода характеръ замѣнимости и сдѣлать ихъ такимъ образомъ годными для биржевого обращенія. Разумѣется, принятіе этихъ мѣръ разумно и достижимо по отношенію далеко не ко всѣмъ товарамъ. Существуютъ такіе товары, потребленіе которыхъ не очень широко распространено, а производство не подвергается рѣзкимъ измѣненіямъ; при торговлѣ такими товарами нѣтъ надобности въ сложномъ механизмѣ для уравновѣшенія спроса на нихъ съ ихъ пред-

ложеніемъ, а потому незачѣмъ дѣлать ихъ объектами биржевой торговли и для этого вырабатывать въ нихъ свойство замѣнимости. Съ другой стороны, чрезмѣрно большія различія въ качествѣ отдѣльныхъ единицъ товара дѣлаютъ его непригоднымъ для биржи. Но если товаръ производится и потребляется въ большихъ массахъ и, притомъ, если производство его и потребленіе часто колеблются подъ вліяніемъ трудно-предвидимыхъ или и совсѣмъ непредвидимыхъ событій, то потребность при торговлѣ имъ въ биржевомъ обращеніи становится совершенно настоятельной, какъ ясно изъ самаго назначенія биржи, указаннаго въ началѣ статьи. При этомъ основныя свойства этого товара должны быть приблизительно одинаковыми у разныхъ единицъ его, особенно рѣзкихъ различій между этими единицами не должно существовать, такъ какъ иначе не можетъ быть рѣчи о замѣнимости. Несомнѣнно, различія въ качествѣ у такихъ продуктовъ, которые отличаются только что описаннымъ характеромъ (напримѣръ, у зерновыхъ хлѣбовъ, хлопка, угля), еще достаточно велики, и въ виду этого, чтобы сдѣлать возможною биржевую торговлю этими продуктами, искусственно создаются извѣстные типы ихъ, такъ что всѣ единицы даннаго товара, соотвѣтствующія установленному типу, могутъ вполнѣ замѣнять другъ друга. Это достигается или указаніемъ опредѣленныхъ качествъ, которыми долженъ обладать служащій предметомъ биржевыхъ сдѣлокъ товаръ (степень добротности, сухости, вѣсъ и т. п.—у зерновыхъ хлѣбовъ), или прямо установленіемъ типическаго образца, указывающаго уровень (standard), который долженъ быть достигнутъ товаромъ, составляющимъ объектъ биржевого обращенія. Въ послѣднемъ случаѣ нужно проводить различіе между заключеніемъ сдѣлки по заимствованной изъ состава товара пробѣ и заключеніемъ ея соотвѣтственно установленному для биржи типическому образцу: въ торговлѣ перваго рода продавецъ представляетъ покупателю пробу продаваемаго товара, и если покупатель согласится на покупку, то долженъ быть доставленъ именно тотъ товаръ, изъ состава котораго взята эта проба (здѣсь товаръ индивидуализированъ); сдѣлки такого рода заключаются на многихъ биржахъ, хотя и не характерны для послѣднихъ, такъ какъ заключаются и на рынкахъ; при установленіи же типическаго образца замѣнимость единицъ продукта вполнѣ сохраняется, такъ какъ здѣсь устанавливается общій уровень для объектовъ цѣлаго ряда биржевыхъ сдѣлокъ. Такъ какъ отдѣльныя единицы товара могутъ въ весьма различной степени обладать установленными

на биржѣ для послѣдняго качествами, то создаются извѣстные классы этого товара (сорта — высшій, средній, низшій и т. п.), внутри которыхъ одна единица можетъ уже замѣнять другую; для характеристики того класса, въ который относится данный товаръ, указываютъ иногда просто мѣсто происхожденія послѣдняго (напримѣръ, на заграничныхъ биржахъ „русская рожь"), такъ какъ приблизительно одинаковыя условія производства въ одной и той же странѣ или мѣстности отражаются на однородности продукта; свойства же продукта въ этомъ случаѣ нерѣдко указываются типическимъ образцомъ. Такимъ образомъ, какъ мы видимъ, существуютъ различныя степени замѣнимости предметовъ биржевого обращенія; это послужило однимъ изъ основаній дѣленія биржъ на *фондовыя*, на которыхъ производится торговля цѣнными бумагами и деньгами, и *товарныя*, гдѣ сдѣлки заключаются съ разнаго рода товарами, при чемъ нерѣдко для разныхъ товаровъ существуютъ особыя биржи (хлѣбныя, мясныя, сахарныя, хлопковыя и друг.).

Установленіе при посредствѣ биржи отношенія между спросомъ и предложеніемъ отсутствующихъ замѣнимыхъ товаровъ на широкомъ міровомъ рынкѣ, въ нашу эпоху международной экономической солидарности, имѣетъ, какъ указано, великую важность для торговыхъ и производственныхъ отношеній внѣ биржи; поэтому, разъ это отношеніе на биржѣ установлено, результатъ этого процесса долженъ быть доведенъ до свѣдѣнія всѣхъ заинтересованныхъ круговъ; чѣмъ совершеннѣе это будетъ выполнено, тѣмъ полнѣе будетъ разрѣшена лежащая на биржѣ задача. Но точно установить этотъ результатъ — дѣло не легкое, такъ какъ это требуетъ обозрѣнія сложныхъ операцій съ отсутствующими замѣнимыми товарами; для удобства этого обозрѣнія, а также потому, что механизмъ этихъ операцій по сложности своей далеко не всѣмъ доступенъ, биржевое обращеніе требуетъ извѣстной *организаціи*. Эта организація, какъ ясно изъ только что сказаннаго, имѣетъ двѣ цѣли: во-первыхъ, регулированіе биржевого обращенія и, во-вторыхъ, установленіе образующихся на биржѣ цѣнъ.

Что касается первой задачи, то она разрѣшается рядомъ мѣръ, относящихся къ устройству биржи и къ регламентаціи сдѣлокъ. Вся эта организація чрезвычайно различна въ разныхъ странахъ и даже на разныхъ биржахъ одной и той же страны (какъ было, напримѣръ, прежде въ Германіи) и имѣетъ въ разныхъ мѣстахъ совершенно различное происхожденіе, основываясь

на законѣ, уставѣ, обычаяхъ, правилахъ частнаго предпріятія. [1]) Разнообразіе въ организаціи биржъ начинается уже съ того, что въ однѣхъ странахъ биржи носятъ характеръ общественно-правовыхъ институтовъ, подчиняясь законодательному и правительственному утвержденію, регламентаціи и контролю (страны европейскаго континента, въ томъ числѣ и Россія), въ другихъ же онѣ являются только частными ассоціаціями, не обладающими даже правами юридическихъ лицъ (Англія, Соединенные Штаты) [2]). Соотвѣтственно этому, организація англо-саксонскихъ биржъ и условія обращенія на нихъ опредѣляются правилами самоуправляющейся ассоціаціи, а на континентальныхъ биржахъ Европы—прежде всего закономъ; впрочемъ, постановленія общихъ законовъ о русскихъ биржахъ весьма немногочисленны, и для каждой биржи существуетъ особый уставъ, что, конечно, не мѣняетъ дѣла существенно. Само собою понятно, что на англо-саксонскихъ биржахъ, являющихся частными учрежденіями, биржевому обществу принадлежитъ полное право самоуправленія; но и въ тѣхъ странахъ, гдѣ биржи подчинены государственному регулированію, онѣ все-же обладаютъ достаточно широкой автономіей. По общему правилу, тѣ посѣтители биржи, которые являются членами биржевого общества, сходятся на общія собранія, главныя функціи которыхъ состоятъ въ выборѣ комитета, завѣдующаго дѣлами биржи, а тамъ, гдѣ биржа не принадлежитъ частному акціонерному обществу,—и въ обсужденіи финансовыхъ дѣлъ этого учрежденія; послѣдняя задача отпадаетъ при частной организаціи биржи, напримѣръ, на лондонской фондовой биржѣ: тамъ общее собраніе членовъ и избираемый ими „Committee for general purposes“ имѣютъ въ своемъ вѣдѣніи дѣла биржи, какъ частнаго учрежденія, организующаго торговлю деньгами и цѣнными бумагами, а собраніе акціонеровъ и избираемые ими „Managers“ заботятся объ интересахъ собственниковъ биржи, какъ коммерческаго предпріятія. Выбранный общимъ собраніемъ комитетъ, носящій въ разныхъ странахъ различное названіе (Börsenvorstand въ Германіи, Committee for general purposes въ Лондо-

[1]) Подробное изложеніе организаціи биржи въ отдѣльныхъ странахъ см. ниже въ соотвѣтствующихъ статьяхъ. *Прим. ред.*

[2]) Хотя комиссія 1877 г. въ Англіи и высказалась за обращеніе лондонской фондовой биржи въ корпорацію, мотивируя свое предложеніе тѣмъ, что только при этихъ условіяхъ возможны улучшенія въ ея порядкахъ, но индивидуалистическое настроеніе англичанъ въ области экономической жизни помѣшало осуществленію этого предложенія. См. *Ch. Duguid.*—The story of the Stock Exchange, London 1901. Стр. 273—275.

нѣ, Börsenkammer въ Вѣнѣ, биржевой комитетъ въ Россіи), управляетъ биржей, завѣдуетъ внутреннимъ порядкомъ на ней и дѣлопроизводствомъ, а въ нѣкоторыхъ странахъ имѣетъ и широкія функціи по нормированію биржевого обращенія. Разумѣется, права комитетовъ отличаются весьма различною широтой въ зависимости отъ принципа, положеннаго въ основу биржевой организаціи: Committee for general purposes лондонской фондовой биржи обладаетъ гораздо большей самостоятельностью, чѣмъ Börsenvorstände германскихъ биржъ, связанные закономъ 1896 г. и контролемъ разнообразныхъ государственныхъ органовъ, или биржевые комитеты биржъ русскихъ, съ ихъ зависимостью отъ министерства. Описанная организація, конечно, не можетъ считаться свойственной всѣмъ биржамъ безъ изъятія: уже такая крупная биржа, какъ парижская фондовая, отличается въ этомъ отношеніи своеобразіемъ, стоящимъ въ связи съ особымъ положеніемъ ея присяжныхъ маклеровъ и ихъ представительной палаты (Chambre syndicale).

Указанный вопросъ объ устройствѣ биржевого управленія имѣетъ, разумѣется, важное значеніе для регулированія биржевого обращенія. Но при разрѣшеніи послѣдней задачи еще большую важность имѣетъ дѣло организаціи посредничества въ биржевыхъ сдѣлкахъ. Такъ какъ биржевая торговля отличается большой сложностью и требуетъ широкаго знакомства съ обычаями биржъ и съ хозяйственной конъюнктурой, то уже въ давнія времена на биржахъ создался институтъ посредниковъ между покупателями и продавцами, получившихъ въ разныхъ странахъ различныя названія—brokers въ Англіи, agents de change и courtiers во Франціи, Sensale въ южно-германскихъ странахъ, маклера въ сѣверной Германіи и въ Россіи. Въ виду того, что являлось чрезвычайно важнымъ поручать такое посредничество лишь людямъ извѣстнымъ, неспособнымъ злоупотреблять своимъ знаніемъ рынка въ ущербъ общественнымъ интересамъ и ко вреду всѣхъ тѣхъ лицъ, для которыхъ и съ которыми они заключаютъ сдѣлки, принимались различныя мѣры съ одной стороны для того, чтобы ограничить кругъ маклеровъ лицами, облеченными общественнымъ довѣріемъ, а съ другой для того, чтобы обезпечить безпристрастіе маклеровъ при посредничествѣ въ сдѣлкахъ. Поэтому, маклера назначались общественной властью (часто городскими совѣтами) или представителями торговыхъ организацій (купеческими корпораціями) и обязаны были приносить присягу; съ другой стороны, имъ было запрещено заклю-

ь сдѣлки за собственный счетъ; зато они пользовались монополіей посредничества. Въ настоящее время, подъ вліяніемъ причинъ, на которыя будетъ указано ниже, этотъ принципъ можетъ считаться поколебленнымъ, хотя во многихъ странахъ онъ продолжаетъ еще примѣняться. Въ Англіи со временъ королевы Анны была установлена зависимость маклеровъ лондонской фондовой биржи отъ лондонскаго Сити: присяжный маклеръ (the sworn broker) долженъ былъ для вступленія въ эту должность получить отъ Сити особое разрѣшительное свидѣтельство, причемъ требовалось, чтобы онъ предварительно вступилъ членомъ въ одну изъ компаній Сити и представилъ рекомендацію отъ 6-и домовладѣльцевъ; затѣмъ онъ долженъ былъ представить залоги (на сумму въ 1050 ф. ст.), въ обезпеченіе 5-фунтоваго ежегоднаго взноса въ пользу Сити и обязательство не заключать сдѣлокъ за свой счетъ (въ послѣднемъ онъ долженъ былъ и присягнуть) и исполнить еще рядъ условій. Законами 1870 и 1884 гг. зависимость маклеровъ отъ Сити была уничтожена, а вмѣстѣ съ тѣмъ были устранены выдача свидѣтельствъ и упомянутые взносы и залоги, но запрещеніе заключать сдѣлки за свой счетъ и сохраненіе монополіи посредничества только за лицами, имѣющими на фондовой биржѣ названіе broker (не jobber), остались по прежнему въ силѣ [1]). Во Франціи до сихъ поръ сохранилась на парижской фондовой биржѣ организація присяжнаго посредничества, обладающаго рѣзко подчеркнутой монополіей и имѣющаго вполнѣ плутократическій характеръ. Тамъ 70 маклеровъ (agents de change), образующихъ т. н. паркетъ (le parquet), являются общественными чиновниками, должностными лицами [2]), назначенными декретомъ президента республики и обладающими монополіей посредничества; каждый изъ нихъ вноситъ залогъ въ 250,000 фр.; заключеніе сдѣлокъ за собственный счетъ имъ запрещено. На русскихъ биржахъ маклера являются также должностными лицами и за ними также признана монополія посредничества: это особенно подчеркнуто въ Положеніи 27 іюня 1900 г. о фондовомъ отдѣлѣ Петроградской биржи: по этому положенію маклеры назначаются министромъ финансовъ, по представленію Совѣта отдѣла, обязаны представлять залогъ и приносятъ присягу; обладая монополіей посредничества, они съ другой стороны не имѣютъ права заключать сдѣлокъ на собственный счетъ. Такое

[1]) *Duguid.*—op. cit., стр. 201—202 и 297.

[2]) *Buchère.*—Traité des operations de la bourse. 3-me éd. Paris 1892, стр. 47—48.

положеніе присяжныхъ маклеровъ необходимо должно было въ разныхъ странахъ вызвать къ жизни явленіе, представляющее собою обратную сторону этого института, именно существованіе обширныхъ группъ незаконныхъ посредниковъ, не обладающихъ достаточными средствами для внесенія требуемыхъ залоговъ и взносовъ, и желающихъ соединить съ посредничествомъ между заключающими сдѣлки лицами еще и заключеніе сдѣлокъ для самихъ себя (биржевые зайцы). Съ теченіемъ времени число и операціи этихъ „свободныхъ маклеровъ“ („кулиссы“) развились настолько, что они явились серьезными конкуррентами маклеровъ присяжныхъ; кромѣ того, нелегальное положеніе этихъ свободныхъ посредниковъ, ставя ихъ внѣ подчиненія какому-либо контролю, способствуетъ развитію ихъ операцій съ недопущенными на биржу объектами сдѣлокъ. Это обстоятельство, а также и осложненіе современныхъ экономическихъ отношеній вообще [1]), толкаютъ наше время въ сторону устраненія привилегированнаго положенія присяжныхъ посредниковъ-монополистовъ. Въ Германіи прежніе присяжные маклера постепенно стали исчезать и законъ 1896 г. уже не знаетъ ни монополіи посредничества, ни запрещенія маклерамъ лично вступать въ сдѣлку; существующіе теперь на германскихъ биржахъ курсовые маклера, правда, также обязаны присягать, но существенное отличіе отъ прочихъ посредниковъ состоитъ лишь въ ихъ правѣ и обязанности содѣйствовать оффиціальному установленію курсовъ. Даже на парижской фондовой биржѣ еще въ 1892 г. обнаружилось нѣкоторое отступленіе отъ строгости принципа маклерской монополіи, такъ какъ существованіе кулиссы было легализовано соглашеніемъ, которое она заключила съ присяжными маклерами (паркетомъ). Всего дальше пошли Соединенные Штаты: на биржахъ этой страны нѣтъ никакой маклерской монополіи и каждый членъ биржи можетъ выступать въ качествѣ посредника, обладая въ то же время и правомъ заключать сдѣлки за свой счетъ [2]).

Таковы важнѣйшіе органы биржи, устройство и дѣятельность которыхъ столь важны для регулированія биржевого обращенія. Мы не будемъ останавливаться здѣсь на органахъ второстепеннаго значенія и обратимъ теперь вниманіе на другую

[1]) Теперь маклеръ иногда бываетъ вынужденъ самъ вступить въ сдѣлку въ качествѣ контрагента. См. *О. Штиллихъ*.—Биржа и ея дѣятельность, пер. М. Бикермана, Спб. 1912, стр. 53 и слѣд.

[2]) *H. Cr. Emery*.—Speculation on the Stock and Produco Exchanges of the United States, New-Jork 1896, стр. 20.

сторону биржевой организаціи, именно на постановку фиксированія биржевыхъ цѣнъ. Выше уже указано, какое значеніе имѣетъ установленіе этихъ цѣнъ и курсовъ, являющееся результатомъ биржевой встрѣчи спроса и предложенія. Установленные на биржѣ цѣны товаровъ и курсы бумагъ объединяются въ ея отчетахъ и бюллетеняхъ и эти отчеты и бюллетени получаютъ громадную важность для широкихъ областей хозяйственной жизни. „Центральныя товарныя биржи", говоритъ Виденфельдъ, „являются такими пунктами въ организаціи міровой торговли, на которые направлены всѣ взгляды, благодаря производимымъ на этихъ биржахъ отмѣткамъ цѣнъ, вліяніе которыхъ распространяется поэтому на весь міръ. Сельскій хозяинъ въ глубинѣ Аргентины и Россіи, въ Индіи и Австраліи ощущаетъ на себѣ, какъ стоятъ цѣны на зерновые хлѣба въ Чикаго или Нью-Іоркѣ, въ Лондонѣ, Ливерпулѣ, Берлинѣ; недаромъ въ теченіе долгихъ лѣтъ отмѣтки цѣнъ ржи на Берлинской товарной биржѣ регулярно вывѣшивались на всѣхъ русскихъ желѣзнодорожныхъ станціяхъ въ производящихъ хлѣбъ мѣстностяхъ, да еще и теперь въ столь важной и вліятельной производящей пшеницу странѣ, какъ Аргентина, цѣна хлѣба въ портовыхъ городахъ диктуется непосредственно изъ Европы сообразно съ европейскими отмѣтками цѣнъ" [1]). Столь-же большое вліяніе получаетъ и бюллетень фондовой биржи: руководясь имъ, владѣльцы цѣнныхъ бумагъ оцѣниваютъ свое собственное имущество, разсчитываютъ условія помѣщенія своихъ капиталовъ въ промышленныя и иныя бумаги и совершаютъ сдѣлки на биржѣ и внѣ ея, банки составляютъ свои балансы и опредѣляютъ размѣръ ссудъ подъ процентныя бумаги, государство получаетъ возможность судить о времени, мѣстѣ и условіяхъ размѣщенія своихъ займовъ и т. д. Въ виду всего этого, цѣна или курсъ, установленные на биржѣ, должны удовлетворять тому требованію, чтобы въ нихъ отражалось дѣйствительное соотношеніе между спросомъ и предложеніемъ, а между тѣмъ достичь этого не легко, что объясняется и неудовлетворительностью принятыхъ на разныхъ биржахъ системъ котировки (установленія курса) и различными посторонними вліяніями на послѣднюю. Установленіе биржевыхъ цѣнъ происходитъ такимъ образомъ, что въ теченіе биржевого собранія отмѣчаются условія биржевого обращенія цѣнныхъ бумагъ или това-

[1]) *K. Wiedenfeld.*—Wesen und Wert der Zentralproduktenbörsen. Leipzig 1903, стр. 9—10.

ровъ, а затѣмъ должностныя лица биржи (члены биржевого комитета и присяжные или курсовые маклера) на основаніи этихъ свѣдѣній устанавливаютъ окончательныя биржевыя цѣны, подлежащія внесенію въ биржевой бюллетень. Въ системахъ котировки существуетъ большое разнообразіе, и мы можемъ здѣсь ограничиться лишь тѣмъ общимъ указаніемъ, что можно различать двѣ основныхъ системы ея. Пользуясь терминологіей Вебера, первую изъ этихъ системъ мы назовемъ регистраціей курса или цѣны—здѣсь просто регистрируются цѣны, по которымъ въ теченіе биржевого собранія за данный день заключались биржевыя сдѣлки, и затѣмъ изъ этихъ цѣнъ выводится средній курсъ или цѣна или отмѣчается нѣсколько характерныхъ для даннаго дня цѣнъ (напримѣръ, начальная, заключительная и наиболѣе значительныя колебанія между ними, что въ особенности отмѣчается на товарныхъ биржахъ). Съ другой стороны можетъ быть примѣнена и иная система—формулировка курса, при которой окончательное заключеніе сдѣлокъ отсрочивается до фиксированія курса, выясняются (по даннымъ маклерамъ порученіямъ) размѣры и условія спроса и предложенія, а затѣмъ устанавливается единый курсъ, именно такой, по которому можетъ быть исполнено наибольшее число данныхъ въ этотъ день порученій; часть порученій остается неисполненною, напримѣръ, порученія тѣхъ продавцевъ, которые назначили за продаваемую бумагу настолько высокую цѣну, что такой цѣны не даютъ покупатели. [1]) Система единаго курса примѣняется на фондовой биржѣ въ Берлинѣ.

Изъ всего вышесказаннаго для насъ должно быть въ концѣ концовъ ясно, что такое представляютъ собою биржи, по крайней мѣрѣ, по своей идеѣ: мы видѣли, что *онѣ предназначены для уравновѣшенія проявляющихся въ міровой торговлѣ спроса и предложенія и являются рынками для отсутствующихъ и замѣнимыхъ товаровъ, притомъ рынками, обладающими приспособленной для такой торговли организаціей. Организація эта состоитъ, во-первыхъ, въ механизмѣ для урегулированія и упорядоченія сдѣлокъ и, во-вторыхъ, въ установленіи цѣнъ, являющихся результатомъ встрѣчи спроса съ предложеніемъ на биржѣ.* Но это только въ идеѣ и примѣнимо лишь къ наиболѣе значительнымъ биржамъ всѣхъ странъ міра. Подсказанное чисто-теоретическими соображеніями опредѣленіе не въ состояніи охватить всего безконечно-разно-

[1]) См. объ этомъ ст. *Прокшинскаго.*—Биржевая котировка и единый курсъ („Народное хозяйство," 1903, кн. 4).

образнаго содержанія, которое вкладываетъ жизнь въ понятіе биржи, даже если мы оставимъ въ сторонѣ то слишкомъ широкое употребленіе, которое дается этому термину обычнымъ языкомъ. Мы видимъ, что существуютъ биржи продуктовъ, товарныя биржи, на которыхъ торгуютъ незамѣнимыми товарами и которыя поэтому являются лишь видомъ базаровъ, простыхъ рынковъ; что многія биржи лишены столь важной для упорядоченія сдѣлокъ части биржевого механизма, какъ институтъ маклеровъ, и что, наконецъ, есть биржи, которыя не предпринимаютъ никакихъ мѣръ для фиксированія и опубликованія результатовъ биржевого обращенія. Вышеприведенное опредѣленіе указываетъ намъ, такъ сказать, идеалъ биржи, которому она должна отвѣчать для исполненія своего народно-хозяйственнаго назначенія, идеалъ, до котораго многія биржи еще не доразвились, а нѣкоторыя изъ нихъ, имѣя какія-нибудь частныя, постороннія биржѣ вообще задачи, можетъ быть, никогда и не разовьются. Во всякомъ случаѣ, въ практической жизни рамки, даваемыя законодательствомъ, достаточно широки, чтобы въ нихъ могли войти самыя разнообразныя учрежденія, такъ какъ законодательныя опредѣленія биржи отличаются такой неточностью и неполнотой, что изъ нихъ нельзя себѣ составить никакого яснаго представленія объ этомъ институтѣ. Такъ, по прусскому указу 7 мая 1825 г., „биржа есть существующее съ утвержденія государства собраніе купцовъ, маклеровъ, комиссіонеровъ и другихъ лицъ для облегченія коммерческихъ операцій всякаго рода“; по ст. 71 французскаго торговаго кодекса, биржа есть „происходящее съ разрѣшенія правительства соединеніе торговцевъ, пароходныхъ капитановъ, вексельныхъ агентовъ и маклеровъ“; по ст. 656 нашего Торговаго Устава, „биржи суть сборныя мѣста, или собранія принадлежащихъ къ торговому классу лицъ, для взаимныхъ по торговлѣ отношеній и сдѣлокъ“.

Есть одно представленіе, нераздѣльно связанное въ глазахъ многихъ съ понятіемъ о биржѣ, представленіе, по которому отличительнымъ свойствомъ биржи и ея операцій является то, что она служитъ ареной спекуляціи. Въ своемъ наиболѣе популярномъ видѣ это представленіе ведетъ къ тому, что отличіемъ биржи отъ другихъ мѣстъ, гдѣ происходитъ концентрація спроса и предложенія, считается разнузданная биржевая игра, приносящая состояніе однимъ людямъ и уносящая его у другихъ. Подобный-же взглядъ, хотя и не въ столь преувеличенной и прямолинейной формѣ, находимъ мы у нѣкоторыхъ теоретиковъ (Фи-

липповичъ): по ихъ мнѣнію, отличительной чертой биржевыхъ операцій является также ихъ спекулятивный характеръ. Но считать спекуляцію специфическимъ свойствомъ одной биржевой торговли, конечно, не приходится. Спекуляція является характернымъ свойствомъ не одной биржи, но всего существующаго экономическаго строя; она точно также свойственна торговлѣ на рынкахъ и ярмаркахъ, какъ и биржевой торговлѣ; правда, нѣкоторыя особенности послѣдней позволяютъ спекуляціи принять на биржѣ болѣе широкіе размѣры, но это вполнѣ объясняется тѣмъ, что биржевое обращеніе является наивысшимъ выраженіемъ свойственнаго современной хозяйственной стадіи мѣнового процесса, такъ какъ оно облегчаетъ учитываніе спроса и предложенія, возникающихъ на самомъ широкомъ рынкѣ, и даже не только возникающихъ, но и могущихъ возникнуть въ будущемъ. Большое количество неизвѣстныхъ, съ которыми приходится считаться современнымъ хозяйствамъ, необходимо должно создавать ту гадательную „оцѣнку шансовъ выигрыша“ [1]), которая заставляетъ принимать на себя значительный рискъ въ надеждѣ на полученіе значительнаго барыша. Поэтому спекуляція производится не только на биржѣ. Между тѣмъ убѣжденіе, что спекуляція является главнымъ и отличительнымъ свойствомъ биржевыхъ операцій, сыграло особенно видную роль въ созданіи того взгляда, что существованіе биржи само по себѣ является вреднымъ для народнаго хозяйства, какъ существованіе грандіознаго игорнаго дома, чего-то въ родѣ рулеточнаго казино въ Монте-Карло, а главное, что въ существованіи такого дома нѣтъ никакой надобности, что оно поддерживается и охраняется только въ интересахъ кучки безжалостныхъ и безцеремонныхъ игроковъ, не исполняя никакой народно-хозяйственной функціи. То, что биржа вообще является логическимъ послѣдствіемъ существующихъ экономическихъ отношеній, что она создается и требуется всѣмъ ходомъ современной экономической жизни, достаточно ясно уже изъ всего, что сказано было выше. Представленіе о необходимости устранить ее, при современныхъ условіяхъ, является впрочемъ, настолько наивнымъ, что въ этой области и не выдвигаются обоснованныя предложенія. Гораздо болѣе сложнымъ становится вопросъ, когда мы переходимъ къ опредѣленнымъ видамъ биржевыхъ операцій, именно къ тѣмъ видамъ, на которые

[1]) Ср. *Л. І. Петражицкій*.—Акціи, биржевая игра и теорія экономическихъ кризисовъ, Т. I, 1911, стр. 65—66.

главнымъ образомъ выпадаетъ odium, какъ на операціи чисто-спекулятивныя.

Дѣло въ томъ, что биржевыя сдѣлки могутъ быть раздѣлены прежде всего на двѣ категоріи: первую изъ нихъ составляютъ сдѣлки на наличныя, вторую—сдѣлки на срокъ. Не предупреждая исчерпывающаго ихъ описанія и характеристики, которыя будутъ даны въ другомъ мѣстѣ [1]), мы вынуждены, однако, кратко коснуться ихъ сущности. При сдѣлкахъ на наличныя продаваемый предметъ немедленно или черезъ небольшой промежутокъ времени (напримѣръ, на слѣдующій день) переходитъ въ руки покупателя, а его эквивалентъ въ денежной формѣ—въ руки продавца. Но этого рода операціи преобладаютъ лишь на болѣе отсталыхъ биржахъ, на биржахъ же, играющихъ главенствующую роль на міровомъ рынкѣ, онѣ уступаютъ въ своемъ значеніи срочнымъ сдѣлкамъ: обороты въ срочныхъ сдѣлкахъ гораздо значительнѣе, чѣмъ въ сдѣлкахъ на наличныя, хотя объектами первыхъ служитъ и меньшее число бумагъ и товаровъ. Поэтому значеніе срочныхъ сдѣлокъ для всего биржевого обращенія очень велико, а между тѣмъ именно эти операціи и вызвали сильнѣйшіе нападки на биржу за ненужный и вредный ажіотажъ. Въ срочной сдѣлкѣ заключеніе послѣдней и исполненіе по ней отдѣлены другъ отъ друга нѣкоторымъ промежуткомъ времени; заключить биржевую сдѣлку можно въ любой биржевой день, но срокъ исполненія по ней является опредѣленнымъ, такъ какъ на биржахъ установлены извѣстные дни исполненія (ликвидаціи) срочныхъ сдѣлокъ, именно послѣдній день мѣсяца (ultimo), или средній и послѣдній дни мѣсяца (medio et ultimo). Сдѣлка происходитъ такимъ образомъ, что одно лицо покупаетъ у другого какой-нибудь предметъ (бумагу или товаръ) по той цѣнѣ, которая существуетъ въ день заключенія сдѣлки, но обязуется уплатить эту цѣну и получить объектъ покупки въ день ликвидаціи, хотя бы къ тому времени цѣна на этотъ предметъ упала или поднялась; съ своей стороны, и продавецъ обязанъ въ день ликвидаціи доставить объектъ продажи и получить за нее выговоренную цѣну того дня, въ который заключена сдѣлка, опять таки несмотря на измѣненіе цѣны къ сроку исполненія сдѣлки. Изъ этого слѣдуетъ, что въ моментъ заключенія этой сдѣлки, продавецъ не нуждается въ обладаніи объектомъ ея; для лица, обладающаго объектомъ торговли,

[1]) О биржевыхъ сдѣлкахъ см. ниже въ статьѣ *E. Heilfron'a* и *E. Feld'a*. *Прим. ред.*

даже нѣтъ смысла заключать срочную сдѣлку. Поэтому срочныя сдѣлки заключаются лицами, не имѣющими въ своихъ рукахъ продаваемаго товара, но тѣмъ не менѣе продающими его. Продавецъ, чтобы доставить въ день ликвидаціи проданный товаръ или бумагу долженъ къ этому сроку самъ пріобрѣсти ихъ на биржѣ; но въ такомъ случаѣ повышеніе ихъ цѣны ко дню ликвидаціи окажется для него невыгоднымъ, и онъ проиграетъ, такъ какъ долженъ будетъ отдать пріобрѣтенный по высшей цѣнѣ объектъ сдѣлки за ту, болѣе низкую цѣну, которая существовала въ день заключенія этой сдѣлки. Наоборотъ, покупатель проиграетъ въ томъ случаѣ, если цѣна къ сроку исполненія сдѣлки понизится, такъ какъ купленный по дорогой цѣнѣ товаръ онъ сможетъ реализовать лишь по цѣнѣ болѣе низкой. Итакъ, продавцы заинтересованы въ пониженіи, а покупатели—въ повышеніи цѣны, и это создаетъ на каждой биржѣ двѣ группы спекулянтовъ, изъ которыхъ одна играетъ на пониженіе, а другая —на повышеніе. Спекуляція такого рода значительно облегчается еще тѣмъ, что при ликвидаціи биржевыхъ срочныхъ сдѣлокъ принимается одна вполнѣ цѣлесообразная мѣра: такъ какъ въ день исполненія срочныхъ сдѣлокъ приходится ликвидировать цѣлый рядъ такихъ сдѣлокъ съ предметомъ одного и того же вида и размѣра, то нѣтъ никакой необходимости въ томъ, чтобы въ этотъ день каждый продавецъ передавалъ своему покупателю объектъ продажи и получалъ бы за него всю его цѣну; достаточно, если первоначальный поставщикъ объекта сдѣлки передастъ его окончательному пріобрѣтателю этого объекта, и получитъ отъ указаннаго пріобрѣтателя всю уплату въ цѣломъ, а остальные участники срочныхъ сдѣлокъ къ этимъ объектамъ ограничатся уплатой и полученіемъ разницы между цѣнами, по которымъ заключались сдѣлки, и цѣной дня ликвидаціи (для чего служатъ ликвидаціонныя кассы); такимъ образомъ, промежуточные покупатели вовсе не нуждаются въ томъ, чтобы въ день исполненія сдѣлки обладать средствами, достаточными для оплаты полной цѣны за предметъ торговли.

Операціи такого рода вызвали жестокія нападки на биржу. Здѣсь смущали наблюдателей въ особенности два обстоятельства, тѣсно связанныя другъ съ другомъ: во-первыхъ, то, что продаются бумаги или товары, которыми продавецъ не обладаетъ, а, во-вторыхъ, то, что цѣлый рядъ биржевыхъ спекулянтовъ становится такимъ образомъ заинтересованнымъ въ пониженіи цѣнъ и поэтому вынужденъ всякими маневрами вызывать это

пониженіе. Изъ этого дѣлались такіе выводы, что если на биржѣ можно продавать вещи, которыхъ не имѣешь, то это непремѣнно должно означать фиктивное увеличеніе предложенія даннаго товара, не могущее не отражаться пониженіемъ цѣны послѣдняго, создавая крайне тяжелыя условія для стоящихъ внѣ биржи производителей этого товара; такъ приблизительно жаловались представители сельскаго хозяйства въ Германіи на срочныя сдѣлки съ зерновымъ хлѣбомъ [1]). Съ другой стороны, самое существованіе на фондовой биржѣ группы лицъ, стремящихся къ пониженію курсовъ, вызывало безпокойство представителей государственной власти, видѣвшихъ въ этомъ злонамѣренную дѣятельность въ ущербъ государственному кредиту. Все это вызывало неоднократно сильную агитацію въ пользу запрещенія или возможнаго ограниченія срочныхъ сдѣлокъ, причемъ агитація эта особенно оживлялась послѣ періодовъ спекулятивнаго подъема. Въ самомъ дѣлѣ, хотя спекуляція вполнѣ возможна и въ сдѣлкахъ на наличныя, но въ послѣднихъ ея область значительно болѣе ограничена, такъ какъ для спекуляціи на наличныя спекулянтъ долженъ обладать достаточными денежными средствами и притомъ можетъ выиграть лишь при подъемѣ цѣнъ, но не при пониженіи ихъ. Поэтому отвѣтственность за злоупотребленія спекуляціи возлагалась главнымъ образомъ на срочныя сдѣлки, и нерѣдко выдвигался вопросъ о возможномъ ограниченіи сдѣлокъ на срокъ, — сокращеніемъ-ли круга могущихъ участвовать въ нихъ лицъ или сокращеніемъ числа бумагъ и товаровъ, могущихъ быть ихъ объектомъ,—или даже о полномъ запрещеніи этихъ сдѣлокъ. Всѣ важнѣйшія въ хозяйственномъ отношеніи страны міра пережили подобныя теченія, причемъ не было недостатка въ попыткахъ провести въ жизнь предложенія этого рода въ ихъ самой крайней формѣ, т. е. въ видѣ запрещенія такихъ сдѣлокъ, но цѣль устраненія спекуляціи при этомъ оставалась совершенно недостигнутой. Въ этомъ отношеніи подобныя попытки дѣлили общую участь борьбы законодательства со спекуляціей; вотъ какъ характеризуетъ эти попытки Эренбергъ: „Первоначально спекулятивный подъемъ встрѣчался самыми радостными привѣтствіями со всѣхъ сторонъ, а по большей части находилъ и весьма сильную поддержку; на скоро наступавшіе эксцессы его не обращали вниманія или намѣренно ихъ игнорировали; объ явномъ аферистѣ сожалѣли въ выс-

[1]) *Wermert.*—op. cit., стр. 196.

шей степени платонически. Правда, въ отдѣльныхъ случаяхъ, напримѣръ, въ 1785 г. во Франціи и въ 1844 г. въ Пруссіи, государство вмѣшивалось уже и въ этой стадіи, но это вмѣшательство совершалось недостаточно своевременно, чтобы остановить катящуюся лавину, да и вообще оно дѣлалось нецѣлесообразнымъ способомъ. Только въ одномъ случаѣ, именно въ 1844 г. въ Пруссіи, государственное вмѣшательство прямо дало толчекъ къ паденію спекуляціи, т. е. ускорило его; въ другихъ случаяхъ ажіотажъ всегда рушился самъ собою. Только тогда передъ правительствами во всей своей полнотѣ выяснялись размѣры сдѣланнаго зла, и они начинали съ ужасомъ думать, что теперь дѣлать. Въ этомъ случаѣ никогда не оказывалось недостатка въ проектахъ всякаго рода; начиналось обсужденіе, люди горячились—точь въ точь какъ медицинскія знаменитости у постели своего уже умершаго паціента — и, наконецъ, рѣшались на какую нибудь достаточно строгую мѣру противъ спекуляціи, между тѣмъ какъ послѣдней временно совсѣмъ не было или она влачила весьма жалкое существованіе. При ближайшемъ спекулятивномъ подъемѣ этотъ законъ уже опять забывался, и поэтому точно такой же ажіотажъ могъ начинаться снова“ [1]). Если были безуспѣшны мѣры, направленныя вообще противъ биржевой спекуляціи, то подобнымъ же результатомъ сопровождались и запрещенія срочныхъ сдѣлокъ, соединенныя съ лишеніемъ вытекающихъ изъ этихъ сдѣлокъ правъ юридической защиты: срочныя сдѣлки не прекращались, а начинали совершаться нелегальнымъ образомъ, будучи при этомъ лишены всякаго законодательнаго регулированія и общественнаго контроля, что открывало широкій просторъ именно всевозможнымъ злоупотребленіямъ. Въ Англіи въ 1773 г. былъ проведенъ законъ, объявившій неимѣющими законной силы всѣ срочныя сдѣлки, заключаемыя на фондовой биржѣ: съ этихъ поръ продавецъ долженъ былъ владѣть бумагой, которую онъ продаетъ, или имѣть на нее право въ самый моментъ заключенія сдѣлки, и каждая сдѣлка должна была сопровождаться дѣйствительной уплатой денегъ и передачей бумаги; сдѣлки на разницу были безусловно воспрещены, и за нарушеніе закона налагались довольно тяжелые штрафы. Историки свидѣтельствуютъ, что послѣ закона 1773 г. срочныя сдѣлки, перейдя въ нелегальное положеніе, совершались, однако, столь же оживленно,

[1]) *E. Ehrenberg.*—Die Fondspekulation und die Gesetzgebung, Berlin 1883, стр. 210—211.

ГОСУДАРСТВ. ПУБЛИЧНАЯ ИСТОРИЧЕСКАЯ БИБЛИОТЕКА

какъ и прежде [1]). Законъ 1773 г. былъ отмѣненъ въ 1860 г., но вопросъ о спекуляціи на лондонской фондовой биржѣ былъ еще разъ поднятъ, уже въ семидесятыхъ годахъ XIX вѣка. Назначенная въ 1877 г. королевская комиссія, которая должна была изслѣдовать вопросы, относящіеся къ устройству и обычаямъ лондонской фондовой биржи, оправдала послѣднюю отъ обвиненій въ поощреніи спекуляціи [2]). Во Франціи срочныя сдѣлки вызвали особенно острое враждебное отношеніе со стороны Наполеона I, когда онъ былъ еще первымъ консуломъ: въ виду соединенной съ ними игры на пониженіе, онъ опасался гибельнаго вліянія ихъ на государственный кредитъ [3]). Поэтому сдѣлки эти были запрещены указомъ 26 преріаля X года, и основанныя на этомъ указѣ статьи 421 и 422 уголовнаго кодекса карали сдѣлки на повышеніе и пониженіе государственныхъ и т. п. цѣнныхъ бумагъ, если послѣднія продаются лицомъ, не обладающимъ ими въ моментъ заключенія сдѣлки, тюрьмой отъ одного мѣсяца до одного года и штрафомъ отъ 500 до 1000 фр. Но потребности жизни заставили примѣнять эти статьи довольно рѣдко [4]), а въ 1885 г. онѣ были и совсѣмъ отмѣнены. Въ Германіи съ конца 70-хъ г. г. XIX вѣка началась усиленная агитація противъ эксцессовъ биржевой спекуляціи, причемъ въ этой агитаціи не малую роль сыграли представители сельскаго хозяйства, которое съ этого времени начало переживать кризисъ; пониженіе цѣнъ приписывалось въ значительной степени вліянію биржевыхъ срочныхъ сдѣлокъ. Законъ 22 іюня 1896 г., наряду съ принятіемъ мѣръ по усиленію государственнаго надзора за биржей и для гарантированія биржевой публики отъ эксплоатаціи, ограничилъ количество лицъ, могущихъ заключать срочныя сдѣлки, созданіемъ особыхъ реестровъ, въ которые должны заноситься всѣ желающіе совершать эти сдѣлки; этимъ закономъ были запрещены срочныя сдѣлки съ зерновыми хлѣбами и цѣнными бумагами горныхъ и промышленныхъ предпріятій. Но ожиданія иниціаторовъ закона не исполнились: благопріятныхъ измѣненій въ цѣнахъ зерновыхъ хлѣбовъ не наступило, а между тѣмъ законъ вызвалъ затрудненія въ обращеніи

---

[1]) *Duguid.*—op. cit., стр. 50—51.

[2]) Ibid., стр. 269.

[3]) См. его разговоръ съ министромъ финансовъ Молльеномъ, переведенный г. *Васильевымъ* (Биржевая спекуляція, Спб. 1912, стр. 79—88) изъ трактата Courtois.

[4]) *Buchère.*—op. cit., стр. 443.

многихъ продуктовъ и даже повелъ, въ концѣ концовъ, къ увеличенію эксплоатаціи производителей хлѣба торговцами [1]). Въ 1908 г. запрещеніе срочныхъ сдѣлокъ было устранено, съ сохраненіемъ нѣкоторыхъ ограниченій. Что касается до Россіи, то у насъ запрещены срочныя сдѣлки съ золотой валютой (ст. 1401[1] Св. Зак. т. X. ч. I.), остальныя же допускаются [2]).

Итакъ, поскольку дѣло идетъ о борьбѣ законодательства со спекуляціей вообще, то слѣдуетъ признать эту борьбу заранѣе обреченною на неуспѣхъ, такъ какъ спекуляція тѣсно связана съ современнымъ хозяйственнымъ строемъ и потому при существующихъ условіяхъ неизбѣжна: когда государство беретъ на себя задачу проводить „грубыя репрессивныя мѣры", биржевое обращеніе находитъ способы отъ нихъ ускользать. Теоретики стараются провести различіе между спекуляціей допустимой, производительной, основанной на знакомствѣ съ положеніемъ рынка и разсчетѣ и ведущей къ созданію хозяйственныхъ благъ, и спекуляціей недопустимой, ажіотажемъ, разсчитаннымъ только на случай и представляющимъ изъ себя азартную игру; но въ виду трудности и даже полной невозможности провести здѣсь различіе на практикѣ, это разграниченіе не обезпечиваетъ успѣха законодательныхъ мѣръ. Въ частности, когда недопустимой спекуляціей признаются срочныя сдѣлки, то, очевидно, совершается именно такая ошибка, которая дѣлаетъ постановленія закона безсильными.

„Чтобы запретить срочныя сдѣлки, — говоритъ Прудонъ, — нужно было бы остановить колебанія предложенія и спроса, т. е. сразу гарантировать торговлѣ производство, качество, сбытъ и неизмѣнныя цѣны товаровъ, уничтожить всѣ зависящія отъ случая условія производства, обращенія и потребленія богатствъ, однимъ словомъ—устранить всѣ причины, возбуждающія духъ предпріимчивости: вещь невозможная, заключающая въ себѣ противорѣчіе. Злоупотребленіе, слѣдовательно, нераздѣлимо связано съ принципомъ, доказательствомъ чему служитъ то, что въ тѣхъ цѣляхъ, чтобы поразить злоупотребленіе какимъ бы то ни было путемъ, предупрежденіемъ, принужденіемъ, подавленіемъ, запрещеніемъ, исключеніемъ, — дѣлается насиліе надъ принци-

---

[1]) *Wiedenfeld.*—op. cit., стр. 13, а также наблюденія Конрада, цитируемыя *Wermert'омъ*. op. cit., стр. 50—51.

[2]) О безуспѣшной попыткѣ борьбы со спекуляціей съ золотомъ въ Америкѣ см. *Emery*. op. cit., стр. 194—195.

помъ; для излѣченія отъ болѣзни совершается самоубійство“ [1]). Являясь, такимъ образомъ, необходимымъ послѣдствіемъ современной хозяйственной организаціи, срочныя сдѣлки въ то же время исполняютъ на биржѣ имѣющую крупное значеніе функцію: онѣ содѣйствуютъ уравновѣшенію спроса и предложенія, являющемуся задачею биржевой торговли, и достигаютъ этой цѣли тѣмъ, что оказываютъ выравнивающее вліяніе на цѣны. Это выравнивающее вліяніе должно явиться необходимымъ послѣдствіемъ того обстоятельства, что благодаря срочнымъ сдѣлкамъ, и притомъ именно сдѣлкамъ на разницу, дается возможность не оставить безъ использованія различіе экономическаго положенія на разныхъ рынкахъ и въ разное время. Благодаря этому достигается значительное уменьшеніе риска, связаннаго со всякими торговыми операціями, такъ какъ срочныя сдѣлки позволяютъ осуществлять въ широкихъ размѣрахъ страхованіе противъ паденія цѣнъ и такъ перераспредѣлять объекты торговли, чтобы они доставлялись именно туда, гдѣ на нихъ существуетъ особенный спросъ. Кромѣ того слѣдуетъ замѣтить, что тотъ рискъ, который свойственъ самимъ срочнымъ сдѣлкамъ, значительно сокращается благодаря выработаннымъ биржевымъ оборотомъ пріемамъ. Дѣло въ томъ, что помимо твердой срочной сдѣлки, которая должна быть исполнена контрагентами именно такъ, какъ указано нами выше, существуютъ еще условныя срочныя сдѣлки, въ которыхъ рискъ значительно меньше: сюда относится сдѣлка съ преміей, въ которой участникъ сдѣлки можетъ, уплативъ извѣстную сумму, отказаться отъ ея исполненія; стеллажъ, при которомъ участнику предоставляется право къ опредѣленному сроку или продать или купить объектъ сдѣлки по опредѣленнымъ цѣнамъ; кратныя сдѣлки, позволяющія участнику потребовать ко дню ликвидаціи, чтобы ему было поставлено или отъ него было принято двойное, тройное и т. д. количество тѣхъ предметовъ, которые составляютъ объектъ сдѣлки. Той же цѣли служатъ комбинаціи сдѣлокъ (твердо противъ преміи, премія противъ преміи и т. п.). Наконецъ, если для участника сдѣлки ликвидированіе ея является невыгоднымъ, онъ можетъ ее пролонгировать (репортная сдѣлка, когда покупатель находитъ лицо, соглашающееся принять за него объектъ сдѣлки, и де-

[1]) *Proudhon*.—Manuel du spéculateur à la Bourse. Paris 1869 (Oeuvres complètes, tome XI), стр. 37.

портная, когда продавецъ представляетъ замѣстителя, совершающаго за него сдачу) [1]).

Изъ сказаннаго можно сдѣлать выводъ, что такія формы борьбы со спекуляціей, которыя заключаются въ огульномъ запрещеніи срочныхъ сдѣлокъ, являются безуспѣшными и нераціональными. Тѣмъ не менѣе, отрицать существованіе самыхъ неистовыхъ эксцессовъ биржевой спекуляціи ни въ какомъ случаѣ нельзя; при этомъ несомнѣнно, что въ поощреніи этой спекуляціи не въ малой степени виноваты и срочныя сдѣлки. Но послѣднее обстоятельство объясняется главнымъ образомъ тѣмъ, что срочныя сдѣлки облегчаютъ веденіе спекуляціи съ небольшими средствами, а это позволяетъ чрезвычайно раскинуться кругу участвующихъ въ спекуляціи лицъ. Въ такомъ случаѣ самыя достоинства срочныхъ сдѣлокъ обращаются въ ихъ недостатки. Вѣдь даваемое ими страхованіе, какъ и всякое страхованіе, состоитъ въ распредѣленіи бремени потерь на значительное количество лицъ, а на биржѣ это распредѣленное бремя имѣетъ тенденцію лечь особенно тяжело на людей мало освѣдомленныхъ, на непрофессіональныхъ спекулянтовъ, на принимающую участіе въ игрѣ публику. Этимъ вполнѣ объясняется, что во многихъ странахъ принимается рядъ мѣръ по сокращенію круга лицъ, которымъ открытъ доступъ на биржу, а иногда и прямо тѣхъ, которые могутъ принимать участіе въ срочныхъ сдѣлкахъ. Ограниченіе доступа на биржу для широкой публики имѣетъ то значеніе, что съ одной стороны гарантируетъ публику отъ опасности самостоятельныхъ рискованныхъ выступленій, а съ другой препятствуетъ недобросовѣстному посредничеству, чрезмѣрному распространенію ложныхъ слуховъ и т. д. На нѣкоторыхъ биржахъ условія въ этомъ отношеніи очень строгія; такъ, на лондонской фондовой биржѣ только члены ея могутъ принимать участіе въ биржевой торговлѣ, а чтобы стать членомъ, нужно уплачивать высокіе взносы и представить залогъ и поручителей; члены должны быть или маклерами или торговцами (jobbers, dealers), причемъ послѣдніе заключаютъ сдѣлки съ маклерами за свой счетъ, не входя ни въ какія отношенія съ публикой, находящейся внѣ биржи (outsiders); публика должна обращаться къ маклерамъ. На большинствѣ нѣмецкихъ и на русскихъ биржахъ условія значительно свободнѣе: здѣсь, кромѣ членовъ,

[1]) Обо всѣхъ этихъ видахъ биржевыхъ сдѣлокъ см. ниже въ статьѣ *Heilfron'a* и *Feld'a*.

допускается и публика подъ условіемъ совершенія нѣкоторыхъ формальностей и уплаты некрупныхъ взносовъ. Наконецъ, на парижской фондовой биржѣ доступъ совершенно свободенъ для всякаго: даже взносы отмѣнены еще въ 1861 г. Съ другой стороны, важнымъ условіемъ гарантированія биржи отъ эксцессовъ спекуляціи является внимательное разсмотрѣніе и обсужденіе качествъ объекта торговли прежде допущенія его на биржу. Особенно важно это на фондовой биржѣ для предотвращенія наводненія ея несолидными бумагами, торговля которыми не можетъ не обладать нездоровымъ характеромъ. Въ этомъ отношеніи на англійскихъ и германскихъ (со времени закона 1896 г.) биржахъ существуютъ довольно строгія постановленія: требуется сообщеніе подробныхъ свѣдѣній о выпускающемъ бумагу предпріятіи, для чего на германскихъ биржахъ въ ихъ Zulassungsstellen (бюро для допущенія бумагъ) долженъ быть представленъ содержащій всѣ эти свѣдѣнія проспектъ; законъ 1896 г. установилъ матеріальную отвѣтственность эмиттента или лица, вводящаго на биржу бумагу, за потери покупателя. И у насъ сдѣланы нѣкоторые шаги въ этомъ направленіи (со времени закона 12 іюня 1902 г. о допущеніи бумагъ на Петербургскую биржу).

Въ виду неоднократно отмѣченной выше задачи, исполняемой биржами въ современномъ мѣновомъ оборотѣ, вполнѣ понятно то огромное значеніе, которое получаютъ эти учрежденія. Значеніе это настолько велико, что самое появленіе биржъ въ современномъ смыслѣ слова имѣло революціонизирующее вліяніе во многихъ областяхъ общественной и государственной жизни Европы. Благодаря фондовымъ биржамъ, общественная власть въ наше время можетъ получать средства, нужныя для разрѣшенія ея чрезвычайно расширившихся задачъ; съ другой стороны, существованіе этихъ биржъ является необходимымъ условіемъ для прогресса промышленности у современныхъ народовъ. Это объясняется тѣмъ, что на фондовыхъ биржахъ, съ одной стороны концентрируются свободные капиталы, не исключая и самыхъ мелкихъ, а съ другой, выясняются условія помѣщенія этихъ капиталовъ или перемѣщенія ихъ, что является необходимымъ результатомъ оцѣнки, даваемой на биржѣ кредиту отдѣльныхъ государствъ и торгово-промышленныхъ предпріятій. Подобная же міровая роль выпадаетъ и на долю товарныхъ биржъ, которыя, сосредоточивая въ своихъ рукахъ функцію образованія цѣнъ на составляющіе объектъ ихъ операцій продукты, оказываютъ регулирующее вліяніе на міровую торговлю послѣдними; благодаря этому, тор-

говля эта избѣгаетъ напрасныхъ и дорого-стоющихъ перевозокъ товара, создающихъ катастрофическія измѣненія въ положеніи отдѣльныхъ рынковъ. Этимъ легко объясняется то величайшее вниманіе, съ которымъ встрѣчаются бюллетени биржъ во всѣхъ областяхъ практической жизни, объясняются ходячія сравненія этихъ бюллетеней съ барометромъ, со стрѣлками на часахъ и пр. Но все это крупное значеніе во всемъ его объемѣ составляетъ удѣлъ крупныхъ фондовыхъ биржъ и „центральныхъ“ биржъ продуктовъ, такъ какъ имъ принадлежитъ вполнѣ самостоятельная роль въ уравновѣшеніи спроса и предложенія на самомъ міровомъ рынкѣ: биржи второстепенныхъ въ хозяйственномъ отношеніи государствъ и провинціальныя биржи обречены на зависимость оть биржъ міровыхъ.

Литература: *Wermert.* Börse, Börsengesetz und Börsengeschäfte. Leipzig 1904.—*Шершеневичъ.* Курсъ торговаго права, томъ II, 1908.—*Stillich.* Die Börse und ihre Geschäfte. Berlin 1909 (рус. пер. *О. Штиллихъ.* Биржа и ея дѣятельность. Спб. 1912).—*Wiener.* Die Börse. Berlin 1905.—*Duguid.* The story of the Stock Exchange. London 1901.—*Ulrich.* Die Londoner Stock Exchange. Berlin 1902.—*Buchère.* Traité des opérations de la bourse. 3-me éd. Paris 1892—*R. Milles.* Die Pariser Börse. Berlin 1910.—*Wiedenfeld.* Die Börse 1898.—*Его-же.* Wesen und Wert der Zentralproduktenbörsen. Leipzig 1903.—*R. Ehrenberg.* Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung. Berlin 1883.—*Его-же.* Das Zeitalter der Fugger. Jena 1896, томы I—II. — *Proudhon.* Manuel du spéculateur à la bourse. Paris 1869 (Oeuvres complétes, tome XI).—*Emery.* Speculation on the Stock and Produce Exchanges of the United States. New-York 1896.—*Courtois.* Traité des opérations de la Bourse et des change. 14 изд. Paris 1910.

Значеніе биржи въ современномъ хозяйственномъ строѣ.

Статья проф. **М. И. Туганъ-Барановскаго.**

Среди современныхъ хозяйственныхъ учрежденій нѣтъ ни одного болѣе характернаго для капиталистической системы хозяйства, чѣмъ биржа. Правда, исторія биржи ведетъ свое начало со времени еще средневѣковья. Но дѣло въ томъ, что капитализмъ, какъ опредѣленная хозяйственная система, начинаетъ свое развитіе задолго до того времени, когда капиталистическое производство стало господствующимъ (собственно капиталистическая эра): въ формѣ денежнаго капитала капитализмъ появляется съ древнѣйшихъ временъ.

Въ средніе вѣка мы видимъ, что во многихъ центрахъ международной торговли имѣются организаціи, аналогичныя современнымъ биржамъ. Однако, это были только слабые начатки биржи, пріобрѣтающей свое настоящее значеніе и настоящій размахъ только въ 19 вѣкѣ. И чѣмъ больше хозяйственный строй той или иной страны проникается капиталистическими чертами, тѣмъ большее значеніе пріобрѣтаетъ въ ней биржа. Поэтому по важности биржи въ хозяйственной жизни той или иной страны можно судить о степени ея капиталистической зрѣлости.

Биржа есть своеобразная организація, концентрирующая въ одномъ опредѣленномъ пунктѣ и въ одно опредѣленное время торговыя сдѣлки. Въ этомъ отношеніи биржа является однимъ изъ видовъ торговыхъ организацій, преслѣдующихъ цѣли такой концентраціи. Стремленіе къ концентраціи торговыхъ сдѣлокъ вытекаетъ изъ самого существа мѣнового хозяйства. Ибо мѣновое хозяйство представляетъ собою очень сложную систему, въ которой отдѣльныя составныя части автономны, и въ то же время отъ характера и направленія дѣятельности каждой единицы самымъ существеннымъ образомъ зависятъ успѣхъ и характеръ

дѣятельности другихъ единицъ. Каждое отдѣльное предпріятіе формально совершенно свободно придать своей дѣятельности любое направленіе, но въ то же время его успѣхъ опредѣляется направленіемъ дѣятельности другихъ предпріятій. Связью между отдѣльными предпріятіями является обмѣнъ, совершающійся на основѣ той или другой цѣны. Отъ этой цѣны, устанавливающейся не путемъ приказовъ общественной власти или какимъ бы то ни было актомъ коллективной единой воли, но возникающей стихійно изъ столкновенія воль множества автономныхъ единичныхъ хозяйствъ, зависитъ весь ходъ хозяйственной жизни общества, живущаго въ условіяхъ мѣнового хозяйства.

Условіемъ существованія мѣновой хозяйственной системы является извѣстная пропорціональность распредѣленія общественнаго труда между отдѣльными отраслями его. Подъ пропорціональнымъ распредѣленіемъ общественнаго труда слѣдуетъ разумѣть такое, при которомъ продукты производятся и поступаютъ на рынокъ въ соотвѣтствіи съ общественнымъ спросомъ. Если распредѣленіе общественнаго труда непропорціонально, то извѣстная доля общественнаго спроса остается неудовлетворенной и, въ свою очередь, извѣстная доля общественнаго труда оказывается для общества безполезной. При значительной степени непропорціональности общественное хозяйство становится невозможнымъ. Но и незначительная непропорціональность можетъ повести къ временной остановкѣ общественнаго производства, благодаря взаимной зависимости отдѣльныхъ членовъ мѣновой системы другъ отъ друга.

Отсюда ясна важность для мѣновой системы хозяйства достиженія возможно большей пропорціональности. Мѣновое хозяйство совсѣмъ не могло бы существовать, если бы оно не обладало нѣкоторымъ механизмомъ для достиженія такой пропорціональности.

Рыночная цѣна товара является естественнымъ барометромъ мѣнового хозяйства, указывающимъ высоту экономическаго давленія въ каждой отдѣльной отрасли общественнаго труда. Низкая цѣна указываетъ на избытокъ предложенія, высокая — на недостатокъ его. Соотвѣтственно этимъ указаніямъ, общественный трудъ распредѣляется между различными отраслями хозяйства — отливаетъ отъ тѣхъ отраслей, гдѣ предложеніе высоко, и приливаетъ туда, гдѣ предложеніе низко.

Отсюда ясна огромная важность для мѣнового хозяйства точности и правильности показаній этого экономическаго барометра.

Мѣновое хозяйство жизненно заинтересовано въ томъ, чтобы цѣна каждаго товара возможно болѣе точнымъ образомъ указывала истинное соотношеніе общественнаго спроса и предложенія на данный товаръ. Если показанія цѣны будутъ не точно воспроизводить названное соотношеніе, то достиженіе пропорціональности общественнаго труда существенно затруднится.

Общественное предложеніе, а еще болѣе общественный спросъ не локализированы въ немногихъ опредѣленныхъ пунктахъ, но разсѣяны во всемъ общественномъ организмѣ. Въ то же время мѣновая система хозяйства не обладаетъ никакой организаціей для планомѣрнаго учета общественнаго предложенія и спроса. Поэтому каждая отдѣльная, единичная товарная цѣна лишь очень несовершенно учитываетъ соотношеніе общественнаго спроса и предложенія и непосредственно отражаетъ лишь мѣстныя, для даннаго пункта обмѣна, соотношенія спроса и предложенія, а не общія соотношенія этого рода.

Въ каждомъ отдѣльномъ пунктѣ обмѣна возникаетъ, такимъ образомъ, своя особая цѣна. Различія мѣстныхъ цѣнъ затемняютъ общую картину соотношенія общественнаго спроса и предложенія и затрудняютъ пропорціональное распредѣленіе общественнаго труда. Концентрація торговыхъ сдѣлокъ въ немногихъ опредѣленныхъ пунктахъ противодѣйствуетъ этому мѣстному характеру цѣнъ и облегчаетъ установленіе общей цѣны.

Въ докапиталистической стадіи мѣнового хозяйства, эта концентрація происходитъ путемъ такъ называемыхъ ярмарокъ, при которыхъ товаръ подвозится къ тѣмъ пунктамъ, гдѣ концентрируются торговыя сдѣлки.

Этотъ подвозъ товаровъ къ опредѣленному пункту выгоденъ, на этой стадіи развитія обмѣна, и покупателю и продавцу. Покупателю потому, что ему не приходится самому выискивать пункты производства товара, продавцу потому, что ему не приходится самому выискивать покупателя и подвозить товаръ къ разсѣяннымъ пунктамъ сбыта. Общественное предложеніе опредѣленнаго товара выступаетъ въ этомъ случаѣ въ конкретномъ и опредѣленномъ видѣ подвоза товара къ пункту концентраціи торговыхъ сдѣлокъ.

Биржа имѣетъ то общее съ ярмаркой, что она также преслѣдуетъ цѣли концентраціи торговыхъ сдѣлокъ и по тѣмъ же основаніямъ, какъ и ярмарка,—т. е. съ цѣлью приведенія въ контактъ всего общественнаго спроса и предложенія (въ отличіе отъ контакта мѣстнаго спроса и мѣстнаго же предложенія въ

отдѣльныхъ пунктахъ обмѣна). Однако, биржа существенно отличается отъ ярмарки въ слѣдующемъ отношеніи: на ярмаркѣ концентрація торговыхъ сдѣлокъ сопровождается и концентраціей общественнаго спроса и предложенія въ конкретномъ видѣ — товаръ подвозится къ ярмаркѣ in natura, между тѣмъ какъ на биржѣ концентрація торговыхъ сдѣлокъ не сопровождается какимъ бы то ни было фактическимъ измѣненіемъ распредѣленія запасовъ товаровъ въ различныхъ пунктахъ ихъ производства и храненія: концентрація предложенія товара на биржѣ имѣетъ вполнѣ идеальный характеръ, на биржѣ не продается товаръ in natura, но переуступается лишь право полученія соотвѣтствующаго товара въ извѣстномъ пунктѣ и въ извѣстное время. Поэтому на биржѣ продаются не только тѣ товары, которые не находятся въ данный моментъ на мѣстѣ продажи, но и такіе, которые могутъ вообще не существовать въ данный моментъ на мѣстѣ продажи, или даже совсѣмъ не существовать въ данный моментъ въ природѣ,—напр., хлѣбъ будущаго урожая.

Въ этомъ заключается существенное и крайне важное отличіе биржи отъ ярмарки. Вызывается оно большей степенью развитія обмѣна въ капиталистическомъ, чѣмъ въ простомъ товарномъ хозяйствѣ. Ярмарочная торговля, съ ея періодическимъ перемѣщеніемъ товаровъ къ одному центру, съ тѣмъ, чтобы затѣмъ тѣ же товары перемѣщать изъ даннаго центра къ различнымъ пунктамъ ихъ потребленія, требуетъ непроизводительной затраты значительнаго труда на передвиженіе товаровъ: гораздо экономнѣе было бы перемѣщать товары непосредственно изъ пунктовъ ихъ производства въ пункты ихъ потребленія, чѣмъ передвигать ихъ раньше къ мѣсту ярмарки и только затѣмъ къ мѣсту потребленія; но для возможности такого экономизированія расходовъ транспорта требуется, чтобы покупатели имѣли возможность во всякое время получить нужные имъ товары въ пунктахъ производства послѣднихъ, что, въ свою очередь, становится возможнымъ только при значительномъ развитіи обмѣна и средствъ сообщенія.

Такимъ образомъ, на извѣстной ступени развитія обмѣна, достигаемой только въ періодъ капиталистическаго производства, сопровождающагося революціей въ условіяхъ средствъ сообщенія, ярмарки естественно отмираютъ въ виду того, что появляется возможность избѣгать излишнихъ расходовъ по перемѣщенію товаровъ къ тѣмъ пунктамъ, гдѣ концентрируются торговыя

сдѣлки. Но выгоды, соединенныя съ концентраціей торговыхъ сдѣлокъ въ опредѣленныхъ пунктахъ, не исчезаютъ.

Мѣсто прежнихъ ярмарокъ заступаютъ биржи. Купля-продажа товаровъ сосредоточивается въ опредѣленныхъ пунктахъ, хотя продаваемыхъ товаровъ въ данномъ пунктѣ и не имѣется. Продается голое право полученія товара, гдѣ бы этотъ товаръ ни находился.

Въ непосредственной связи съ тѣмъ, что на биржѣ товары не появляются въ своемъ натуральномъ видѣ, слѣдуетъ, что биржевыя сдѣлки возможны двухъ родовъ — на наличныя цѣнности и на срокъ. На ярмаркѣ сдѣлки на срокъ невозможны, такъ какъ при ярмарочной торговлѣ продается только наличный товаръ. Но на биржѣ продается товаръ отсутствующій, значитъ, возможна продажа товара съ обязательствомъ поставить его черезъ болѣе или менѣе продолжительный срокъ.

Для возможности биржевой продажи товара послѣдній долженъ имѣть характеръ замѣнимаго — это вытекаетъ изъ самого существа биржевыхъ сдѣлокъ. Не буду останавливаться на тѣхъ пріемахъ, при помощи которыхъ биржа придаетъ товарамъ свойство замѣнимости; не буду также останавливаться на описаніи различныхъ видовъ срочныхъ сдѣлокъ, легко принимающихъ характеръ азартной игры, ибо срочная сдѣлка, по самому характеру биржевыхъ операцій, вовсе не должна неизбѣжно заканчиваться поставкой продавцемъ покупателю опредѣленнаго товара.

Перехожу къ центральному вопросу — каково значеніе биржи въ системѣ современнаго хозяйства?

Чтобы удовлетворительно разрѣшить этотъ вопросъ, нужно прежде всего имѣть въ виду основное дѣленіе биржевыхъ операцій на товарныя и фондовыя, соотвѣтственно тѣмъ цѣнностямъ, которыя могутъ быть предметомъ биржевыхъ операцій — товарамъ и фондамъ.

Обычно думаютъ, что въ области и тѣхъ и другихъ операцій биржа играетъ одинаково важную и необходимую роль въ системѣ капиталистическаго хозяйства. Это мнѣніе мнѣ кажется глубоко ошибочнымъ.

Остановимся раньше на товарныхъ функціяхъ биржи. Значеніе этихъ функцій обычно видятъ въ томъ, что благодаря биржѣ становится возможнымъ болѣе правильное учитываніе соотношенія общественнаго спроса и предложенія, установленіе средней цѣны товара, соотвѣтствующей всему общественному

спросу и предложенію, а не мѣстнымъ, частичнымъ различіямъ спроса и предложенія.

Нечего и говорить, насколько заинтересовано капиталистическое хозяйство въ правильномъ учетѣ общественнаго спроса и предложенія, такъ какъ только на основѣ такого учета возможно пропорціональное распредѣленіе общественнаго труда, и товарныя операціи биржи, безъ сомнѣнія, содѣйствуютъ этому. Въ этомъ отношеніи биржа выполняетъ ту же функцію, которую раньше выполняли ярмарки, но выполняетъ ее гораздо совершеннѣе и лучше.

На ярмаркѣ общественный спросъ и предложеніе учитывались самымъ грубымъ образомъ: общественное предложеніе учитывалось по количеству подвезеннаго товара, а общественный спросъ по закупкамъ ярмарочныхъ торговцевъ. Но вѣдь на ярмарку подвозилась только нѣкоторая часть всѣхъ товаровъ того же рода, производимыхъ въ странѣ; а закупки ярмарочныхъ торговцевъ далеко отступали отъ всего реальнаго спроса страны на соотвѣтствующій товаръ.

На биржѣ механизмъ установленія размѣровъ общественнаго спроса и предложенія гораздо тоньше и совершеннѣе. На биржу товары совсѣмъ не подвозятся. Поэтому биржѣ приходится прибѣгать къ другимъ пріемамъ для выясненія основныхъ факторовъ общественной цѣны.

Въ чемъ же заключаются эти пріемы? Ни въ чемъ иномъ, какъ въ суммированіи тѣхъ свѣдѣній о состояніи общественнаго спроса и предложенія, которыми располагаютъ отдѣльные члены биржи. Каждый изъ нихъ обладаетъ обширнымъ знаніемъ въ своей области. Собравшись вмѣстѣ, они могутъ значительно дополнить и исправить свои частныя свѣдѣнія. Въ этомъ смыслѣ говорятъ, что биржа есть мозгъ современнаго хозяйства: на биржѣ собираются лица, наиболѣе освѣдомленныя относительно состоянія баланса общественнаго хозяйства и въ результатѣ ихъ сдѣлокъ другъ съ другомъ фактическое состояніе этого баланса выясняется.

Это выясненіе реальнаго соотношенія экономическихъ силъ достигается на биржѣ своеобразнымъ методомъ, наиболѣе пригоднымъ для данныхъ цѣлей. А именно, отдѣльные члены биржи не только не дѣлятся другъ съ другомъ своимъ знаніемъ, но всячески его скрываютъ другъ отъ друга, въ видахъ использованія этого знанія въ своихъ частныхъ интересахъ. Но такъ какъ та или иная оцѣнка экономическаго положенія нахо-

дитъ себѣ выраженіе въ характерѣ соотвѣтствующихъ биржевыхъ операцій, то, въ концѣ концовъ, установившаяся цѣна объективно учитываетъ всѣ эти различныя оцѣнки, а значитъ и экономическія знанія отдѣльныхъ лицъ.

Однако, не нужно и преувеличивать значеніе въ этомъ смыслѣ биржи. Ярмарка была очень грубымъ способомъ выясненія реальнаго соотношенія общественнаго спроса и предложенія, но въ свое время она имѣла въ этомъ отношеніи большее значеніе, чѣмъ биржа въ наше время.

А именно, въ наше время знаніе различныхъ элементовъ общественнаго хозяйства чрезвычайно расширилось и стало болѣе или менѣе общедоступнымъ, не составляя секрета немногихъ заинтересованныхъ лицъ. Статистика тщательно слѣдитъ за ходомъ общественнаго предложенія и спроса. Спеціальныя торговыя изданія сообщаютъ соотвѣтствующія свѣдѣнія всѣмъ желающимъ и биржевые дѣятели принуждены довольствоваться въ этомъ отношеніи тѣми свѣдѣніями, которыя собраны отнюдь не ими и доступны также и другимъ.

Это соображеніе имѣетъ особое значеніе по отношенію къ наиболѣе типичной отрасли биржевыхъ сдѣлокъ—сдѣлокъ на срокъ. Именно этими сдѣлками и характеризуется биржа: сдѣлки на наличныя могутъ легко происходить и при отсутствіи биржи, сдѣлки же на срокъ получили свое развитіе въ современномъ хозяйствѣ именно благодаря биржѣ. И когда мы говоримъ о специфически биржевыхъ операціяхъ, то всегда имѣемъ въ виду именно срочныя сдѣлки.

Сдѣлки на срокъ основаны на учетѣ вѣроятныхъ измѣненій товарной цѣны во времени и представляютъ собой то, что называютъ спекулятивной торговлей (въ отличіе отъ торговли распредѣлительной, при которой барышъ торговца зависитъ отъ различій цѣнъ въ одинъ и тотъ же моментъ въ различныхъ пунктахъ обмѣна). Что касается народно-хозяйственной оцѣнки спекулятивной торговли вообще, то по этому поводу нужно имѣть въ виду нижеслѣдующее.

Нужно различать два вида спекулятивной торговли. Въ одномъ случаѣ спекулянтъ стремится заранѣе предвидѣть независящее отъ его операцій будущее измѣненіе товарныхъ цѣнъ и приспособить къ послѣднему свои операціи. Допустимъ, напр., что въ странѣ происходитъ неурожай. Хлѣбные торговцы, предвидя повышеніе цѣны хлѣба, увеличиваютъ свои закупки раньше того времени, когда уже сильно скажется нужда въ хлѣбѣ.

Такая усиленная преждевременная закупка хлѣба вызываетъ преждевременное повышеніе цѣнъ на хлѣбъ; но именно потому, что повышеніе цѣны хлѣба происходитъ преждевременно, ранѣе, чѣмъ безъ спекулятивныхъ покупокъ,—оно является болѣе постепеннымъ и равномѣрнымъ. Если бы не было спекулятивныхъ покупокъ, то цѣны на хлѣбъ повысились бы позже, но зато болѣе рѣзко. Слѣдовательно, торговая спекуляція, заранѣе учитывая будущее и устраняя рѣзкіе скачки цѣнъ, выравниваетъ въ данномъ случаѣ движеніе товарныхъ цѣнъ и регулируетъ общественное потребленіе. Общество въ цѣломъ отъ этого выигрываетъ, такъ какъ соотвѣтственно болѣе равномѣрному движенію цѣнъ, болѣе равномѣрно идетъ и общественное потребленіе.

Но существуютъ торговыя спекуляціи и другого рода. Въ этомъ случаѣ спекуляція стремится не предвидѣть естественное движеніе товарныхъ цѣнъ въ будущемъ, а управлять имъ, создавая искусственный недостатокъ въ товарахъ, чтобы затѣмъ, пользуясь этимъ, сбывать по высокимъ цѣнамъ товаръ, купленный по низкимъ цѣнамъ. Въ этомъ случаѣ спекулянтъ вызываетъ искусственныя колебанія цѣнъ — создаетъ искусственную нужду въ товарѣ, разстраиваетъ правильный ходъ общественнаго потребленія и наживается на чужихъ потеряхъ.

Итакъ, торговая спекуляція выполняетъ лишь въ томъ случаѣ полезную общественную функцію, если она основана на предвидѣніи будущаго движенія цѣнъ, какъ таковое происходило бы на основѣ естественнаго соотношенія общественнаго спроса и предложенія. Это относится къ биржевой спекуляціи, какъ и ко всякой другой.

Иными словами, наша оцѣнка биржевой спекуляціи съ точки зрѣнія общественныхъ интересовъ должна опредѣлиться тѣмъ, признаемъ ли мы за биржевыми дѣятелями бо́льшее умѣніе предвидѣть будущее движеніе цѣнъ, чѣмъ за лицами, стоящими внѣ биржи. И только въ томъ случаѣ, если мы будемъ имѣть основаніе рѣшать этотъ вопросъ положительно, мы должны признать за биржевой спекуляціей полезное народно-хозяйственное значеніе.

Я лично думаю, что для рѣшенія этого вопроса въ пользу биржевой спекуляціи не имѣется серьезныхъ данныхъ. Дѣло въ томъ, что предвидѣніе будущаго движенія цѣнъ—дѣло чрезвычайно трудное, для котораго недостаточно практическаго знакомства съ данной отраслью торговли. Колебанія цѣнъ различныхъ товаровъ

зависятъ, главнымъ образомъ, отъ факторовъ двоякаго рода: во-первыхъ, отъ движенія промышленнаго цикла, смѣны фазисовъ промышленнаго подъема и упадка, и, во-вторыхъ, отъ урожая. Первый факторъ особенно сильно вліяетъ на цѣны фондовъ, а затѣмъ и на цѣны металловъ и, въ меньшей степени, на цѣны остальныхъ товаровъ. Второй факторъ особенно вліяетъ на цѣны земледѣльческихъ продуктовъ и, прежде всего, хлѣба. Чтобы предвидѣть будущее движеніе цѣнъ, нужно умѣть предвидѣть измѣненіе двухъ этихъ основныхъ факторовъ колебаній цѣнъ.

Врядъ-ли нужно доказывать, что такимъ предвидѣніемъ биржевые дѣятели не обладаютъ. Что касается до измѣненія фазисовъ промышленнаго цикла, то даже самая наличность этихъ фазисовъ довольно смутно сознается современными биржевыми дѣятелями. Заслуга установленія закономѣрности промышленнаго цикла принадлежитъ людямъ науки, а не практики. Люди же практики вплоть до нашего времени обнаруживаютъ полное незнакомство съ движеніемъ промышленнаго цикла и потому, какъ общее правило, бываютъ застигнуты перемѣной промышленной конъюнктуры врасплохъ—промышленный подъемъ послѣ промышленной депрессіи приходитъ для нихъ столь же неожиданно, какъ и промышленная депрессія послѣ промышленнаго подъема. Ни одинъ промышленный кризисъ не былъ предвидѣнъ людьми практики—биржевыми дѣльцами; такое предвидѣніе удается и удавалось (и многократно) только людямъ науки [1]).

Что жъ касается до предвидѣнія урожаевъ, то такое предвидѣніе пока недоступно никому,—ни людямъ науки, ни, тѣмъ менѣе, людямъ практики.

Въ итогѣ, ни о какомъ предвидѣніи биржевыми дѣльцами будущаго движенія цѣнъ говорить не приходится. Все, что пишется въ книгахъ о биржевой спекуляціи, какъ о факторѣ, учитывающемъ будущее движеніе цѣнъ, слѣдуетъ признать основаннымъ на чистѣйшемъ недоразумѣніи [2]).

Но, въ такомъ случаѣ, что же представляетъ собой биржевая спекуляція? Неужели просто азартную игру, ничѣмъ не отли-

---

[1]) Новѣйшимъ попыткамъ организованнаго изученія конъюнктуры, съ цѣлью заблаговременнаго выясненія симптомовъ приближающагося кризиса, посвящена будетъ спеціальная статья въ V томѣ „Банковой Энциклопедіи“. *Прим. ред.*

[2]) Взгляды автора на роль срочныхъ сдѣлокъ и биржевой спекуляціи представляются намъ въ сильной степени односторонними. Мы считаемъ, однако, правильнымъ дать мѣсто ихъ изложенію для болѣе всесторонняго освѣщенія вопроса. *Прим. ред.*

чающуюся по своимъ шансамъ выигрыша отъ игры въ рулетку? Конечно, нѣтъ.

Дѣло въ слѣдующемъ. Биржевая спекуляція во многихъ случаяхъ основывается на совершенно правильномъ коммерческомъ разсчетѣ и на вполнѣ удачномъ предвидѣніи будущаго—но не того будущаго, которое выражается въ независящемъ отъ спекуляціи естественномъ движеніи товарныхъ цѣнъ, а того будущаго, которое создается самимъ спекулянтомъ. Не умѣя предвидѣть естественнаго движенія цѣнъ въ будущемъ, спекулянтъ стремится повліять на это движеніе въ желательномъ для него направленіи, и это нерѣдко ему удается,—если онъ обладаетъ соотвѣтствующими экономическими средствами. Образованіе огромныхъ капиталовъ въ рукахъ немногихъ финансовыхъ королей въ наше время обычно объясняется тѣмъ, что эти лица (своими собственными силами или, какъ общее правило, во главѣ соотвѣтствующей группы лицъ) сумѣли въ своихъ интересахъ повліять на движеніе соотвѣтствующихъ цѣнъ.

Спекуляціи этого рода не только не приводятъ къ болѣе равномѣрному движенію цѣнъ, но, наоборотъ, вызываютъ острыя и рѣзкія колебанія цѣнъ, въ высшей степени разорительныя для народнаго хозяйства. Цѣнности извѣстнаго рода—фонды или товары—скупаются подъ шумокъ группой спекулянтовъ и затѣмъ, когда цѣна на эти товары или фонды повышается, вслѣдствіе недостатка послѣднихъ въ обращеніи, соотвѣтствующія цѣнности реализуются по повышеннымъ цѣнамъ. На рынкѣ оказывается изобиліе этихъ цѣнностей, послѣ того, какъ спекулянты успѣли отъ нихъ избавиться, и цѣна ихъ внезапно сильно падаетъ, разоряя широкую публику, на счетъ которой обогатились спекулянты.

Правда, такія спекуляціи нерѣдко не удаются ихъ иниціаторамъ и приводятъ къ собственному разоренію послѣднихъ: спекулянты оказываются не въ силахъ поддержать высокую цѣну, искусственно созданную ими самими, и цѣны падаютъ еще въ то время, когда соотвѣтствующія цѣнности не успѣли еще выйти изъ ихъ рукъ; но и въ этомъ случаѣ спекуляція оказываетъ свое вредное дѣйствіе на народное хозяйство, вызывая рѣзкія колебанія цѣнъ.

Биржевая спекуляція, какъ общее правило, обогащаетъ только экономически болѣе сильныхъ биржевыхъ дѣятелей, могущихъ управлять, въ большей или меньшей степени, бирже-

выми цѣнами, за счетъ разоренія болѣе слабыхъ спекулянтовъ, слѣдующихъ за цѣнами, устанавливаемыми первыми.

Итакъ, мы приходимъ къ выводу, что, поскольку биржевая спекуляція стремится предвидѣть будущее движеніе цѣнъ, она не достигаетъ этой цѣли и не выполняетъ, слѣдовательно, никакой полезной общественной функціи; поскольку же биржевая спекуляція стремится повліять на будущее движеніе цѣнъ, она положительно вредна и увеличиваетъ элементъ случайности и риска, присущій капиталистическому хозяйству.

Сдѣлки на наличный товаръ должны встрѣтить вообще съ нашей стороны болѣе благопріятную оцѣнку, чѣмъ сдѣлки на срокъ. Хотя и тутъ возможно воздѣйствіе на цѣны въ интересахъ отдѣльныхъ спекулянтовъ, тѣмъ не менѣе въ этой области соединеніе на биржѣ многихъ заинтересованныхъ лицъ несомнѣнно содѣйствуетъ выясненію дѣйствительнаго соотношенія общественнаго спроса и предложенія.

Какой же общій выводъ слѣдуетъ изъ всего вышесказаннаго? Товарная биржа, разумѣется, выполняетъ извѣстныя важныя народно-хозяйственныя функціи: концентрируя въ одномъ пунктѣ товарныя сдѣлки, она облегчаетъ торгующимъ совершеніе этихъ сдѣлокъ, балансированіе спроса предложеніемъ.

Въ этомъ заключается выгода всякой концентраціи торговаго оборота.

Затѣмъ, биржа даетъ возможность въ болѣе широкихъ размѣрахъ, чѣмъ хотя бы ярмарка, устанавливать размѣры всего общественнаго спроса и предложенія и, такимъ образомъ, биржа содѣйствуетъ тому, что товарныя цѣны болѣе точно учитываютъ это соотношеніе, благодаря чему становится возможнымъ болѣе пропорціональное распредѣленіе общественнаго труда.

Но этимъ положительнымъ функціямъ биржи сопутствуютъ извѣстныя неустранимыя отрицательныя стороны биржевой торговли. Въ особенности ярко выступаютъ эти отрицательныя стороны въ срочныхъ сдѣлкахъ.

Въ общемъ итогѣ, товарная биржа является такимъ элементомъ современнаго хозяйственнаго строя, который оказываетъ очень сложное вліяніе на разныя стороны народнаго хозяйства. Въ экономической литературѣ обычно сильно преувеличиваются положительныя стороны товарныхъ биржъ и замалчиваются отрицательныя стороны послѣднихъ. Преувеличивается важность товар-

ныхъ биржъ въ общей системѣ капиталистическаго хозяйства [1]). На самомъ же дѣлѣ, товарная биржа имѣетъ довольно ограниченное значеніе въ строѣ капиталистическаго хозяйства, что доказывается уже тѣмъ, что черезъ биржу проходитъ лишь опредѣленная группа продуктовъ капиталистическаго хозяйства. Фактически биржевая торговля имѣетъ большое значеніе только для очень немногихъ товаровъ и, прежде всего, для хлѣба. Въ хлѣбной торговлѣ биржа играетъ, дѣйствительно, очень большую роль. Объясняется это тѣмъ, что хлѣбъ легко принимаетъ характеръ замѣнимаго товара и потому легко становится предметомъ биржевыхъ сдѣлокъ. Затѣмъ, хлѣбъ является товаромъ мірового значенія, мѣстная цѣна котораго находится въ тѣсной зависимости отъ условій мірового хлѣбнаго рынка. Извѣстное значеніе имѣетъ въ данномъ случаѣ и то обстоятельство, что цѣна хлѣба подвержена очень сильнымъ колебаніямъ, благодаря чему хлѣбная торговля сопряжена со значительнымъ рискомъ и естественно пріобрѣтаетъ спекулятивный характеръ.

Какъ бы то ни было, въ области хлѣбной торговли биржа играетъ роль безспорно весьма значительную. Въ нѣкоторыхъ странахъ получила большое развитіе срочная торговля хлѣбомъ на биржахъ, причемъ биржи выработали очень совершенный механизмъ для облегченія срочныхъ сдѣлокъ съ хлѣбомъ. Однако, и въ области хлѣбной торговли мы не видимъ, чтобы биржевая организація ея была необходимымъ условіемъ самой возможности хлѣбной торговли. Такъ, напр., въ Россіи, несмотря на огромное развитіе въ ней хлѣбной торговли, до сихъ поръ не существуетъ правильно организованныхъ срочныхъ сдѣлокъ съ хлѣбомъ чисто биржевого типа (образчикомъ которыхъ являются хотя бы срочныя сдѣлки съ хлѣбомъ на Берлинской биржѣ, т. н. Termingeschäfte). Спеціально хлѣбныя биржи стали возникать въ Россіи только за послѣднія два десятилѣтія и до настоящаго времени большого значенія для русской хлѣбной торговли не пріобрѣли [2]).

[1]) Мы не можемъ согласиться съ воззрѣніями автора на значеніе товарныхъ биржъ. Давая мѣсто изложенію его взглядовъ, мы обращаемъ вниманіе читателя на дальнѣйшее изложеніе вопроса въ статьѣ о товарныхъ биржахъ. *Прим. ред.*

[2]) Врядъ ли эта ссылка на Россію можетъ служить доказательствомъ развиваемаго авторомъ взгляда. Архаическое положеніе хлѣбной торговли въ Россіи и многія темныя стороны ея могутъ быть поставлены въ значительной мѣрѣ въ связь съ недостаточнымъ развитіемъ русскихъ хлѣбныхъ биржъ. *Прим. ред.*

Я не могу также согласиться, чтобы такъ называемыя Termingeschäfte были необходимы въ интересахъ развитія хлѣбной торговли въ Германіи. Правда, попытки борьбы со срочной торговлей хлѣбомъ, предпринятыя германскимъ правительствомъ подъ давленіемъ аграрныхъ круговъ, приписывавшихъ этимъ операціямъ неблагопріятное вліяніе на хлѣбныя цѣны, не имѣли успѣха, и можно думать, что всѣ подобныя попытки бороться со срочными биржевыми сдѣлками будутъ имѣть столь же мало успѣха, ибо изъ самаго существа биржевой спекуляціи вытекаетъ ея стремленіе къ игрѣ на разницу, всего безпрепятственнѣе и шире развертывающейся при срочныхъ сдѣлкахъ. Но эта тенденція биржи къ развитію срочныхъ сдѣлокъ объясняется не столько ихъ необходимостью для торговли, сколько пригодностью срочныхъ сдѣлокъ для цѣлей биржевой игры.

Переходя къ другимъ товарамъ, кромѣ хлѣба, мы замѣчаемъ, что они въ гораздо меньшей степени втягиваются въ область биржевой торговли. Отчего бы это ни зависѣло, фактъ остается фактомъ: изъ основныхъ продуктовъ капиталистическаго хозяйства почти только одинъ хлѣбъ является предметомъ широко развитой биржевой торговли. Другіе же продукты только частично проходятъ черезъ биржу, а большинство изъ нихъ и совсѣмъ не соприкасается съ товарной биржей.

Вообще, предметами биржевой торговли являются, какъ общее правило, сырые продукты, а не фабрикаты. Но сырые продукты далеко не всѣ появляются на биржѣ. Правда, число сырыхъ продуктовъ, играющихъ большую или меньшую роль въ биржевой торговлѣ, очень велико—хлѣбъ, нефть, сахаръ, хлопокъ, кофе, каменный уголь, желѣзо и многое другое является предметомъ биржевыхъ сдѣлокъ. Но значеніе биржи въ условіяхъ сбыта этихъ различныхъ продуктовъ далеко не одинаково, и для многихъ изъ нихъ биржевой сбытъ играетъ далеко не существенную роль. Возьмемъ, напр., самый основной и важный продуктъ капиталистическаго производства—желѣзо. Существуютъ спеціальныя биржи для желѣза, но биржи эти имѣютъ мѣстное значеніе, и міровая цѣна желѣза складывается не на этихъ биржахъ. Въ желѣзодѣлательной промышленности биржа сколько-нибудь существеннаго значенія не имѣетъ уже потому, что важнѣйшіе продукты желѣзодѣлательной промышленности вообще не являются предметомъ торговли, а изготовляются на заказъ (рельсы, желѣзнодорожныя принадлежности, суда, вагоны и пр.).

Вообще, товарныя операціи биржи отнюдь не являются необ-

ходимымъ условіемъ капиталистическаго хозяйства. Капиталистическая торговля можетъ достигать своихъ цѣлей и безъ помощи биржи—развитіе сношеній и освѣдомленности каждаго предпринимателя относительно состоянія товарнаго рынка приводитъ къ тому, что и помимо биржи каждое заинтересованное лицо получаетъ возможность пріобрѣсть достаточную освѣдомленность относительно состоянія товарнаго рынка. И я лично склоненъ думать, что дальнѣйшее развитіе сношеній и освѣдомленности должно повести къ относительному сокращенію роли товарной биржи въ системѣ капиталистическаго хозяйства.

Однако, изъ этого я отнюдь не дѣлаю вывода, что биржа вообще не существенна въ капиталистической системѣ хозяйства. Наоборотъ, я думаю, что безъ биржи капиталистическое хозяйство немыслимо и что роль биржи въ системѣ капитализма чрезвычайно важна. Но та биржа, которая необходима для капиталистическаго хозяйства, есть не товарная, а фондовая биржа.

Незамѣнимое значеніе фондовой биржи заключается въ нижеслѣдующемъ. Капиталистическое хозяйство создаетъ огромное количество свободныхъ капиталовъ, которые не находятъ себѣ непосредственнаго помѣщенія въ тѣхъ единичныхъ хозяйствахъ, гдѣ они возникли. Эти свободные капиталы должны найти то или другое помѣщеніе въ предѣлахъ общественнаго хозяйства. Безъ пропорціональнаго размѣщенія ихъ между отдѣльными предпріятіями хозяйственная система не можетъ расти и развиваться.

Эти свободные капиталы приливаютъ прежде всего въ банки, которые и являются для нихъ естественными резервуарами. Можно подумать, что на банки должно всецѣло ложиться и размѣщеніе этихъ капиталовъ между отдѣльными предпріятіями.

Однако это не такъ. Какъ бы ни была успѣшна дѣятельность банковъ, той функціи, которую исполняетъ биржа, банки исполнить не могутъ. Капиталы притекаютъ въ банки въ формѣ краткосрочныхъ вкладовъ (банки долгосрочнаго кредита мы оставляемъ въ сторонѣ). Уже одна краткосрочность вкладовъ доказываетъ, что вкладчики ищутъ въ данномъ случаѣ для своихъ капиталовъ лишь временное помѣщеніе. Окончательное же помѣщеніе капиталы эти должны найти въ тѣхъ или иныхъ предпріятіяхъ.

Вотъ это то помѣщеніе свободныхъ капиталовъ въ различныхъ предпріятіяхъ или займахъ общественныхъ учрежденій и

есть основная чрезвычайно важная функція фондовой биржи,— функція, дѣлающая биржу центральнымъ учрежденіемъ всей капиталистической системы хозяйства. Владѣльцы свободныхъ капиталовъ, очевидно, не могутъ передать какому-либо кредитному учрежденію, напр. банку, помѣщеніе своихъ капиталовъ, такъ какъ каждое отдѣльное помѣщеніе имѣетъ свои индивидуальныя черты, дѣлающія данное помѣщеніе болѣе или менѣе привлекательнымъ и пріемлемымъ для того или иного владѣльца капитала. Правда, крупнѣйшими иниціаторами различныхъ предпріятій являются сами банки. И это нисколько не удивительно, такъ какъ банки владѣютъ самыми крупными капиталами. Но для помѣщенія своихъ капиталовъ въ различныхъ предпріятіяхъ банки опять таки нуждаются въ биржѣ, не менѣе частныхъ лицъ.

Для возможности распредѣленія огромныхъ капиталовъ, ежегодно накапливающихся при капиталистической системѣ хозяйства, эта система нуждается въ какомъ-либо центральномъ учрежденіи, въ которомъ сосредоточивалось бы предложеніе всѣхъ этихъ капиталовъ, ищущихъ помѣщенія, а также и спросъ на эти капиталы со стороны различныхъ предпріятій и общественныхъ организацій. Если бы такого центральнаго учрежденія не было, помѣщеніе капиталовъ встрѣтило бы непреодолимыя затрудненія. Ибо свободные капиталы, по самой своей природѣ, не могутъ быть предметомъ статистическаго учета и, слѣдовательно, только на биржѣ, гдѣ эти капиталы непосредственно предлагаются, возможенъ ихъ учетъ.

Фондовая биржа выполняетъ, слѣдовательно, въ капиталистическомъ хозяйствѣ функцію, аналогичную роли банковъ въ организаціи кредита. Банки размѣщаютъ между отдѣльными предпріятіями тѣ свободные капиталы, владѣльцы которыхъ ищутъ имъ только временнаго помѣщенія. Для постояннаго же размѣщенія свободныхъ капиталовъ существуетъ биржа, внутренній строй которой не имѣетъ ничего общаго со строемъ банка по той причинѣ, что временное и постоянное помѣщеніе капиталовъ требуетъ совершенно различныхъ экономическихъ организацій: при временномъ помѣщеніи своего капитала владѣлецъ отдаетъ его въ ссуду, при постоянномъ же помѣщеніи капитала капиталистъ остается собственникомъ капитала.

Какъ банкъ является резервуаромъ, въ которомъ скопляется капиталъ, ищущій временнаго помѣщенія, такъ биржа есть резервуаръ, въ которомъ концентрируется предложеніе капиталовъ,

ищущихъ помѣщенія постояннаго. Благодаря этой концентраціи и легкости биржевыхъ сдѣлокъ, постоянное помѣщеніе капиталовъ пріобрѣтаетъ выгоды временнаго помѣщенія: капиталы легко могутъ быть вынуты изъ любого предпріятія и перемѣщены въ другое путемъ продажи соотвѣтствующихъ фондовъ и покупки новыхъ.

Только благодаря фондовой биржѣ стало возможно сліяніе многихъ незначительныхъ капиталовъ въ гигантскія скопленія, требуемыя условіями капиталистическаго хозяйства. И чѣмъ быстрѣе идетъ накопленіе капитала, тѣмъ важнѣе становится фондовая биржа въ общемъ строѣ жизни капиталистическаго общества и тѣмъ въ большую зависимость отъ фондовой биржи попадаетъ все общественное производство.

Вотъ почему нужно признать совершенно призрачной мысль объ освобожденіи современной хозяйственной системы отъ подчиненія биржѣ. Самое сильное правительство безсильно передъ биржей и никакія реформы биржи не измѣнятъ ея существа. Биржевая игра, со всѣми ея отрицательными сторонами, непосредственно вытекаетъ изъ этого существа, и ее нужно принять вмѣстѣ съ биржей, ибо безъ фондовой биржи капитализмъ также невозможенъ, какъ невозможенъ кредитъ безъ банковъ или обмѣнъ безъ денегъ [1]).

---

[1]) Тенденціямъ развитія фондовыхъ биржъ въ современной высшей фазѣ капиталистическаго строя въ связи съ дѣятельностью коммерческихъ банковъ посвящается въ дальнѣйшемъ изложеніи особая статья проф. *М. И. Боголѣпова.* *Прим. ред.*

Исторія биржи.

Статья проф. **І. М. Кулишера.**

I.

Зачатки биржи въ смыслѣ періодическихъ собраній купцовъ и иныхъ лицъ для совершенія торговыхъ сдѣлокъ замѣнимыми товарами, безъ немедленной передачи самихъ товаровъ и оплаты ихъ, появляются впервые въ средніе вѣка въ итальянскихъ городахъ. Въ сѣверо-итальянскихъ городахъ, въ особенности въ Венеціи, Генуѣ, Флоренціи въ XIII—XV ст. сосредоточивалась торговля между Западной Европой и странами Востока, между романско-христіанскимъ и арабско-магометанскимъ міромъ. Изъ итальянскихъ городовъ отправлялись торговыя флотиліи въ Византію и Малую Азію, въ Сирію и на Кипръ, въ Александрію и прочія сѣверо-африканскія гавани. Привезенныя оттуда пряности, красильныя вещества и благовонія Востока, шелковыя и бумажныя ткани итальянцы затѣмъ распредѣляли между европейскими странами—Фландріей, Англіей, Сѣверной Франціей, ими они снабжали и пріѣзжавшихъ въ Венецію купцовъ Аугсбурга, Нюрнберга, Ульма, Вѣны и прочихъ южно-германскихъ городовъ.

Денежныя и кредитныя операціи итальянцы также держали въ своихъ рукахъ: повсюду въ европейскихъ городахъ сидѣли итальянскіе мѣнялы (campsores) или банкиры (bancherii) и производили размѣнъ денегъ, переводъ ихъ (giro), операцію вкладовъ, наконецъ, выдавали ссуды подъ закладъ движимостей или подъ поступленія отъ доменъ, таможенныхъ сборовъ и податей.

Въ этихъ то итальянскихъ городахъ, центрахъ средневѣковой торговли и кредита, коммерческая жизнь сосредоточивается въ опредѣленныхъ мѣстахъ, на площади, нерѣдко вымощенной для удобства посѣщающихъ ее купцовъ,—на Mercato nuovo во Флоренціи, на Rialto въ Венеціи. На Piazza de Banchi въ Генуѣ находился монетный дворъ, городскіе вѣсы, тамъ же отведены бы-

ли мѣста для столовъ банкировъ, мѣнялъ, нотаріусовъ. Здѣсь возникли и биржи, именно вексельныя биржи. Уже въ XIII ст. вексель широко распространился по всей южной и юго-западной Европѣ, т. е. повсюду, гдѣ появлялись итальянцы въ качествѣ банкировъ и купцовъ. Пеголотти, писавшій въ первой половинѣ XIV вѣка, приводитъ вексельный курсъ на различные города; а изъ книги Уццано (XV ст.) видно, что непосредственныя вексельныя операціи производились между всѣми наиболѣе важными торговыми пунктами Италіи, Франціи, Испаніи, Фландріи и Англіи. Особенно оживленная вексельная торговля велась въ итальянскихъ городахъ, гдѣ „вексельный рынокъ въ любое время готовъ былъ дать или получать деньги при помощи векселей". „Если ты меня спросишь—говоритъ извѣстный Fra Luca Pacioli въ 1494 г.—какъ можно узнать вексельный курсъ, то я отвѣчу, что въ Венеціи надо отправиться на Rialto, во Флоренціи же на Mercato nuovo, гдѣ обсуждается цѣна векселей". Во Флоренціи на Mercato nuovo имѣлась Loggia, гдѣ происходила, повидимому, вексельная биржа; loggia, lobia или lonja назывались крытыя навѣсомъ галлереи, защищенныя отъ дождя и жары и служившія въ итальянскихъ городахъ для суда, для публичныхъ собраній, но и для коммерческихъ цѣлей. „Въ Венеціи на Ріальто, безъ шуму, безъ споровъ—говоритъ одинъ авторъ конца XV ст.—какъ бы одними кивками головы, заключались торговыя операціи города или вѣрнѣе всего міра; только банкротство какого-либо купца, возвѣщаемое стуками по его кассѣ, прерывало эту тишину".

Итальянцы создали зачатки вексельной биржи и въ другихъ городахъ, въ особенности въ Лондонѣ; тамъ въ половинѣ XV ст. на Lombardstreet—жили итальянцы, тамъ былъ и торговый центръ—„купцы различныхъ націй собирались ежедневно". Благодаря имъ, возникла биржа и въ Брюгге, въ этомъ крупномъ центрѣ международной торговли XIV—XV ст., который сталъ „маклеромъ христіанскихъ народовъ" и куда, „какъ радіусы къ центру, сходились торговые пути со всѣхъ сторонъ". Здѣсь торговые обычаи въ маломъ отличались отъ того, что мы находимъ въ итальянскихъ торговыхъ городахъ. Въ послѣднихъ торговля сосредоточивалась въ рукахъ собственныхъ купцовъ, иностранные же купцы подвергались всевозможнымъ стѣсненіямъ и ограниченіямъ, въ частности торговыя сношенія между различными иностранными купцами не допускались. Брюгге, напротивъ, совершенно не мѣшалъ иноземнымъ купцамъ заключать между

собою торговыя сдѣлки „черезъ головы мѣстныхъ жителей“. Жители Брюгге ограничивались функціей маклеровъ въ торговыхъ сношеніяхъ между купцами различныхъ національностей, пріѣзжавшими въ Брюгге; они являлись, далѣе, содержателями гостинницъ для иностранныхъ „гостей“ (т. е. купцовъ), владѣльцами торговыхъ подворьевъ, амбаровъ, буксирныхъ лодокъ.

Въ силу возможности сдѣлокъ между иностранцами различныхъ національностей, въ Брюгге биржа (вексельная) могла объединять не только купцовъ одной данной націи, какъ въ Венеціи или Генуѣ, но и купцовъ различныхъ національностей; она возникла здѣсь путемъ соединенія купцовъ трехъ „націй“ — венеціанцевъ, генуэзцевъ и флорентинцевъ, „ложи“ которыхъ были сосредоточены въ одномъ и томъ же мѣстѣ, на площади „de bursa“.

Въ Брюгге впервые появляется и самый терминъ „биржа“, въ отличіе отъ прежняго названія рынка (mercato), площади (piazza) или ложи (loggia), которыми обозначались мѣста собраній купцовъ. Какъ указываетъ итальянецъ Гвиччіардини, проживавшій долгое время въ Нидерландахъ, въ вышедшемъ въ 1567 году сочиненіи, названіе „биржа“ происходитъ отъ площади въ Брюгге, на которой стоялъ „большой и старинный домъ“, принадлежавшій знатному роду van der Burse, на гербѣ котораго, помѣщенномъ на воротахъ дома, были изображены три кожаныхъ мѣшка (ter buerse). На этой площади происходили собранія купцовъ, которыя и получили отъ нея названіе „Borsa“ (биржа).

Однако, тамъ происходили не собранія купцовъ вообще, а однихъ лишь итальянскихъ купцовъ. Впослѣдствіи на этой площади помѣщались консульскіе дома, „ложи“ венеціанцевъ (въ домѣ „ter buerse“), генуэзцевъ и флорентинцевъ; причемъ подъ колоннадами дома флорентинцевъ находились столы мѣнялъ и банкировъ, и здѣсь, повидимому, и происходили купеческія собранія.

Если, такимъ образомъ, первоначальный терминъ биржи находится въ связи со случайнымъ названіемъ площади, гдѣ происходили собранія, то, повидимому, дальнѣйшее распространеніе этого термина и укрѣпленіе его объясняется тѣмъ, что онъ соотвѣтствовалъ значенію слова „bursa“. „Bursa“ обозначало кожаный мѣшокъ, но въ переносномъ смыслѣ уже въ средніе вѣка—денежныя суммы; позже подъ этимъ понимались общія кассы (bourses communes): купеческія кассы взаимопомощи, об-

щія студенческія столовыя (bursae scolarum), ассоціаціи торговыя и иныя.

Во всякомъ случаѣ, самый терминъ биржи еще долго примѣнялся лишь въ Нидерландахъ. Въ обычномъ правѣ Марсели XVII ст. говорится: мѣсто, гдѣ собираются купцы въ Марсели для производства своихъ операцій, называется „la loge", подобно тому, какъ въ Ліонѣ оно именуется „la loge du change", а въ Нидерландахъ—„la bourse".

II.

Какъ въ итальянскихъ городахъ, такъ и въ Брюгге, т. е. тамъ, гдѣ мы находимъ зачатки биржи уже въ средніе вѣка, это была лишь вексельная биржа, дѣятельность ея сводилась къ вексельнымъ операціямъ. Фондовая биржа еще не могла возникнуть, ибо отсутствовали объекты ея—цѣнныя бумаги, выпускаемыя на рынокъ; товарныя же операціи сосредоточивались на ярмаркахъ и рынкахъ и не имѣли еще биржевого характера. Въ отличіе отъ биржи, ярмарки происходили лишь нѣсколько разъ въ годъ, и товары привозились на самую ярмарку, подвергались здѣсь осмотру въ отношеніи количества и качества и затѣмъ отправлялись къ мѣсту назначенія. Товарная биржа могла возникнуть лишь тогда, когда обороты оптовой торговли настолько расширились, что 2—4—6 ярмарокъ въ теченіе года оказывалось недостаточно; тогда вмѣстѣ съ концентраціей обмѣна въ немногихъ опредѣленныхъ мѣстахъ должна была постепенно установиться и непрерывность его. Но, вмѣстѣ съ тѣмъ, для возникновенія биржи необходимо было значительное упрощеніе торговыхъ сдѣлокъ, установленіе замѣнимости товаровъ, чтобы не приходилось привозить ихъ на рынокъ для осмотра. Въ области вексельныхъ операцій эти условія были на лицо уже въ концѣ средневѣковаго періода. Векселя не приходилось привозить на рынокъ, помѣщать въ амбары и подвергать осмотру; они по самой природѣ своей являлись предметами замѣнимыми. И тамъ, гдѣ обороты въ векселяхъ были значительны, гдѣ вексельный рынокъ пріобрѣталъ постоянный характеръ, уже въ средніе вѣка, какъ мы видѣли выше, возникла вексельная биржа.

Биржу въ полномъ смыслѣ слова мы находимъ впервые въ XVI ст. въ Антверпенѣ, куда биржа и самое названіе ея перешло изъ Брюгге. Упадокъ торговли Брюгге происходитъ уже во второй половинѣ XV вѣка. Важнымъ событіемъ въ этомъ отношеніи являлось то, что англичане сосредото

свою торговлю сукномъ. До того времени Англія вывозила шерсть, а не сукно, причемъ самый вывозъ шерсти производился не англійскими, а иностранными (ганзейскими, флорентинскими) купцами. Теперь же шерсть стала обрабатываться въ самой Англіи, и англійскіе купцы стали постепенно брать вывозъ сукна въ свои руки: сукно вывозилось въ большомъ количествѣ въ Антверпенъ и здѣсь сбывалось мѣстнымъ крупнымъ торговымъ фирмамъ, которыя уже распредѣляли его по Европѣ.

Переселеніе послѣднихъ въ Антверпенъ совершилось, однако, лишь со времени открытія новаго морского пути въ Индію и сосредоточенія торговли съ Индіей въ рукахъ Португаліи. Среди объектовъ этой торговли наибольшее значеніе имѣлъ перецъ, привозимый изъ Малабарскаго и Коромандельскаго побережья въ Лиссабонъ. Торговлю перцемъ португальскій король объявилъ своей регаліей. Изъ Лиссабона грузы перца транспортировались далѣе въ Антверпенъ; здѣсь находился факторъ короля, который и сбывалъ его торговымъ компаніямъ; послѣднія, такимъ образомъ, въ свою очередь монополизировали торговлю изъ вторыхъ рукъ. Съ этого времени Антверпенъ сталъ центромъ европейской торговли, куда пріѣзжали купцы со всѣхъ странъ Европы для пріобрѣтенія произведеній Индіи. Португальцы, испанцы, нѣмцы, итальянцы стали селиться въ Антверпенѣ, устраивать свои конторы, чтобы тамъ закупать пряности, доставляемыя непосредственно изъ Лиссабона, изъ магазиновъ португальскаго короля.

Перецъ и создалъ въ Антверпенѣ товарную биржу. Онъ привозился въ Антверпенъ цѣлыми флотиліями, и качество его не было настолько разнообразно, чтобы его нельзя было пріобрѣтать безъ осмотра самаго груза, на основаніи одной пробы. Для перца вскорѣ выработалась въ Антверпенѣ покупка на срокъ прибытія португальскихъ судовъ изъ Индіи; тогда ликвидировались всѣ заключенныя сдѣлки. Въ виду того, что португальскій король постоянно нуждался въ деньгахъ, антверпенскія торговыя компаніи пріобрѣтали обыкновенно товары еще въ то время, когда они находились въ пути и давали королю значительную часть платы впередъ. На антверпенскомъ рынкѣ, куда поступала наибольшая часть перца, эти торговые дома имѣли возможность регулировать цѣну его по своему усмотрѣнію, по крайней мѣрѣ, до тѣхъ поръ, пока не прибывалъ новый флотъ изъ Остъ-Индіи, величина груза котораго оказывала вліяніе на цѣну

перца. Этими двумя моментами—интересами крупныхъ компаній и величиной новаго импорта—опредѣлялась цѣна перца въ Антверпенѣ. Ни то, ни другое невозможно было заранѣе опредѣлить, неизвѣстны были и политическія событія ближайшаго будущаго, война и миръ, которыя также вліяли на цѣны. Вслѣдствіе этого; цѣны на перецъ сильно колебались, возникла обширная спекуляція, которая распространилась и на другіе товары, ибо цѣною перца регулировался и прочій рынокъ; перецъ являлся барометромъ состоянія биржи. Спекуляція распространилась и на такіе товары, какъ квасцы, импортъ которыхъ составлялъ монополію нидерландскаго правительства; послѣднее отдавало его на откупъ торговымъ компаніямъ. Спекулятивный характеръ обнаруживала и торговля мѣдью; она по временамъ составляла фактическую монополію отдѣльныхъ компаній, но появлялись конкурренты, и цѣны рѣзко падали.

Участіе въ товарныхъ операціяхъ на антверпенской биржѣ являлось при такихъ условіяхъ дѣломъ весьма рискованнымъ. Неудивительно, если въ Нидерландахъ процвѣтали предсказанія астрологовъ, которые утверждали, что они выдумали систему предопредѣленія заранѣе цѣнъ на различные товары. На основаніи такой системы, можно заранѣе, на двѣ недѣли впередъ, предсказать повышеніе и паденіе цѣнъ перца, имбиря, шафрана, а также корицы, мускатнаго орѣха и гвоздики, т. е. всѣхъ наиболѣе важныхъ объектовъ международной торговли того времени, ибо на этихъ товарахъ, привозимыхъ португальцами изъ Индіи, Молуккскихъ и Зондскихъ острововъ, покоилась торговля XVI вѣка.

Однако, наиболѣе солидные коммерсанты не полагались на предсказанія астрологовъ; въ виду риска, сопряженнаго съ товарными спекуляціями, они предпочитали помѣщать свои капиталы въ другой области—на фондовой биржѣ. И послѣдняя впервые появляется въ Антверпенѣ въ XVI вѣкѣ.

Въ средніе вѣка, какъ мы видѣли выше, въ Брюгге и въ итальянскихъ городахъ биржевой характеръ приняли лишь вексельныя операціи. Облигацій еще не было, займы государей и городовъ еще не заключались на биржѣ. Для полученія займа обращались къ купцамъ, которые на ярмаркахъ добывали необходимую сумму. Быть можетъ, на извѣстныхъ, имѣвшихъ огромное значеніе, ярмаркахъ Шампани, какъ и въ итальянскихъ городахъ, уже въ XIV—XV ст. вмѣстѣ съ вексельной биржей и въ тѣсной связи съ ней образовались и постоянные рынки де-

нежныхъ капиталовъ—во Флоренціи уже въ половинѣ XV ст. было извѣстно, когда въ различныхъ мѣстахъ періодически наступаетъ недостатокъ въ деньгахъ и большое предложеніе денегъ. Но это были лишь мѣстные рынки капиталовъ, они имѣли значеніе для однихъ лишь купцовъ и едва ли заключавшіеся на нихъ займы пріобрѣли характеръ постоянной, періодически совершающейся, операціи.

Въ Антверпенѣ, напротивъ, мы находимъ впервые облигаціи на предъявителя, отчужденіе которыхъ совершалось безъ цессіи и безъ передаточной надписи, такъ что онѣ имѣли большія преимущества передъ векселемъ (передаточная надпись на векселяхъ появилась лишь съ конца XVI вѣка). Вмѣстѣ съ тѣмъ онѣ обладали всѣми достоинствами векселей; съ половины XVI ст. для дѣйствительности ихъ признавалось достаточнымъ доказательство правильности подписи лица, выдавшаго облигацію. Такія облигаціи выпускались нидерландскимъ правительствомъ, отдѣльными штатами и городами, нерѣдко съ обязательствомъ покрыть ихъ изъ опредѣленныхъ источниковъ доходовъ или за поручительствомъ отдѣльныхъ лицъ. Иногда онѣ имѣли форму частныхъ облигацій, выпускаемыхъ сборщиками податей за счетъ правительства. На антверпенской биржѣ обращались и облигаціи португальскаго короля и англійскаго короля; послѣдніе были соединены съ поручительствомъ тайнаго совѣта города Лондона, нерѣдко и торговой компаніи „Merchant Adventurers“.

Однако, реализація займовъ государей на антверпенской биржѣ установилась не сразу. Правда, уже съ начала XVI ст., вслѣдствіе концентраціи товарныхъ и вексельныхъ оборотовъ въ Антверпенѣ, сюда притекали въ большомъ количествѣ свободные капиталы, здѣсь образовался рыночный процентъ по безусловно вѣрнымъ обязательствамъ (ditte di borsa); въ виду небольшой высоты процента, крупныя торговыя фирмы всегда имѣли возможность дешево пріобрѣсти необходимыя имъ денежныя суммы. Нуждавшіеся въ деньгахъ государи также рано стали обращаться къ антверпенской биржѣ, но имъ приходилось уплачивать первоначально весьма высокіе проценты, да и въ этомъ случаѣ имъ удавалось доставать лишь незначительныя суммы и съ большимъ трудомъ; биржа мало довѣряла имъ, сомнѣвалась въ ихъ кредитоспособности. Это измѣнилось лишь постепенно, по мѣрѣ того, какъ въ качествѣ ихъ представителей выступали на биржѣ талантливые коммерсанты, какъ, напр., извѣстный англи-

чанинъ Грешэмъ, которые умѣли привлекать со всѣхъ сторонъ свободные капиталы.

Постепенно и въ отношеніи облигацій образуется „биржевое мнѣніе“, выраженіемъ котораго является какъ уплачиваемый процентъ, такъ и колебанія въ курсѣ уже обращающихся на биржѣ фондовыхъ бумагъ. Если первоначально это опредѣлялось тѣмъ спеціальнымъ обезпеченіемъ, которое гарантировало уплату долга, то впослѣдствіи биржевое мнѣніе опредѣлялось общей платежеспособностью должника и его готовностью платить долги. Оцѣнка вѣрности обезпеченія въ каждомъ отдѣльномъ случаѣ являлась не только дѣломъ чрезвычайно сложнымъ, но и сильно препятствовала развитію фондовой биржи, которая не въ состояніи провѣрять характеръ обезпеченія при каждомъ отдѣльномъ, нерѣдко весьма небольшомъ, займѣ, заключаемомъ тѣмъ или другимъ государемъ. Теперь же биржа основывалась на общихъ условіяхъ, имѣвшихъ равное значеніе, какъ для того, такъ и для другого и третьяго займа, заключаемаго даннымъ государствомъ. Свѣдѣнія, которыя въ большомъ количествѣ появлялись въ Антверпенѣ, не давали возможности рѣшить вопросъ о характерѣ отдѣльныхъ займовъ, но зато они облегчали образованіе общаго представленія о политическихъ и экономическихъ условіяхъ, о финансахъ даннаго государя и т. д.

Спекуляція въ фондовыхъ бумагахъ достигла на антверпенской биржѣ крупныхъ размѣровъ, причемъ, однако, большинство спекулянтовъ не обладало ни необходимыми свѣдѣніями, ни самостоятельностью сужденія объ объектахъ биржевыхъ операцій. Участіе въ биржевыхъ займахъ охватило широкіе круги коммерсантовъ, превратилось въ половинѣ XVI ст. въ манію, которая въ результатѣ привела къ гибели многихъ крупныхъ торговыхъ фирмъ. Послѣ того, такъ въ 1550-хъ годахъ короли испанскіе и французскіе объявили себя несостоятельными, наступилъ кризисъ на антверпенской биржѣ, сопровождавшійся банкротствомъ крупнѣйшихъ торговыхъ домовъ.

Такимъ образомъ, въ Антверпенѣ въ XVI ст. мы уже находимъ во всѣхъ отношеніяхъ современную международную биржу, какъ фондовую, такъ и товарную, имѣвшую значеніе не для однихъ лишь Нидерландовъ, но и для всей Западной Европы, биржу со спекуляціей и съ кризисами. Биржа возникла изъ ярмарокъ, которыя первоначально происходили лишь въ опредѣленное время года. Съ расширеніемъ оборотовъ ярмарочное время удлинялось, все болѣе и болѣе и ярмарки постепенно

превратились въ одну постоянную и непрерывную биржу. Уже къ концу XV ст. современники удивлялись тому, что Антверпенъ сталъ „безконечной ярмаркой“. При этомъ, въ отличіе отъ Брюгге, Антверпенъ являлся биржей въ полномъ смыслѣ слова и въ томъ отношеніи, что биржа служила мѣстомъ для собранія не однихъ лишь итальянцевъ, а купцовъ всѣхъ націй. На открытомъ въ 1531 г. зданіи новой биржи имѣлась надпись—„для пользованія купцами всѣхъ народовъ и языковъ“. Исключеніе составляли лишь англичане, поскольку они торговали сукномъ,—эта торговля производилась въ иномъ мѣстѣ. Но и здѣсь идетъ рѣчь не о выдѣленіи тѣхъ или другихъ національностей, а о сосредоточеніи въ разныхъ мѣстахъ различныхъ отраслей биржевыхъ операцій.

И въ области свободы торговаго обмѣна Антверпенъ не только сохранилъ то равноправное положеніе различныхъ національностей, какъ и равноправіе между иностранными купцами и мѣстными жителями, которое господствовало уже въ Брюгге, но и развилъ еще болѣе свободу биржевой торговли. Это, по словамъ современниковъ, много содѣйствовало концентраціи торговыхъ оборотовъ на антверпенской биржѣ. Маклерскій промыселъ, который въ Брюгге еще составлялъ монополію опредѣленной корпораціи, былъ въ Антверпенѣ свободенъ и доступенъ всѣмъ и каждому. Точно также размѣнъ денегъ, торговля золотомъ и серебромъ и производство переводныхъ операцій, принадлежавшее въ Брюгге однимъ присяжнымъ мѣняламъ, было здѣсь предоставлено всѣмъ и каждому. Если вообще въ Антверпенѣ существовали какія-либо ограниченія, то они исходили отъ самихъ иностранныхъ купцовъ, а не отъ города, который всячески старался установить полную свободу торговли.

Какъ въ Брюгге, такъ и въ Антверненѣ вся торговля, вся биржа находились въ рукахъ иностранныхъ купцовъ, въ особенности итальянскихъ и южно-германскихъ. „Тамъ раздавался гулъ голосовъ на самыхъ различныхъ языкахъ, тамъ можно было видѣть разношерстную смѣсь всевозможныхъ одеждъ—пишетъ современникъ; это былъ цѣлый міръ въ миніатюрѣ“. Антверпенъ, по словамъ англичанъ, „проглотилъ купцовъ другихъ городовъ и ихъ торговлю“.

III.

Почти одновременно съ антверпенской биржей возникла и другая биржа—на югѣ, въ качествѣ центра денежныхъ оборо-

товъ всей юго-западной Европы. Это была ліонская биржа, образовавшаяся, подобно антверпенской, изъ ярмарокъ, которыя уже въ XV ст. имѣли весьма оживленный характеръ. Первоначально и здѣсь появилась вексельная биржа, причемъ на основаніи опроса банкировъ различныхъ націй (прежде всего флорентинцевъ) устанавливался оффиціальный вексельный курсъ, который сообщался въ другія мѣста. Къ этому присоединилась съ начала XVI ст. фондовая биржа—къ биржѣ стали обращаться французскіе короли. Послѣдніе всячески старались сосредоточить капиталъ въ Ліонѣ, чтобы имѣть всегда возможность заключать займы. Это достигалось уплатой высокихъ процентовъ по займамъ и посредничествомъ итальянскихъ и нѣмецкихъ купцовъ, производившихъ операціи въ Ліонѣ. Первоначально платежи процентовъ производились исправно и довѣріе къ французскому правительству было весьма велико: объявленіе о новыхъ займахъ вызывало сильную спекуляцію. Всѣ старались участвовать въ подпискѣ — продавали свои драгоцѣнности, помѣщали сбереженія, лишь бы не упустить счастливаго случая. Еще въ 1557 году, когда испанскій король прекратилъ платежи, Генрихъ IV заявлялъ купцамъ, что имъ нечего опасаться: онъ знаетъ, чего требуетъ королевская честь,—и получилъ снова 300 тыс. кронъ у нѣмецкихъ купцовъ. Но не прошло нѣсколькихъ мѣсяцевъ, какъ и онъ послѣдовалъ примѣру испанскаго правительства.

Въ Ліонѣ, какъ и въ Антверпенѣ, выработалась система публичной подписки на займы и замѣнимыя облигаціи, биржевое мнѣніе, оффиціальные биржевые курсы.

Однако, обѣ міровыя биржи XVI вѣка просуществовали недолго. Когда началась война между Испаніей и Нидерландами, когда Альба осадилъ и взялъ Антверпенъ и отдалъ его на разграбленіе солдатамъ, торговля его должна была прекратиться; иностранные купцы, сначала англичане, а затѣмъ и другіе покинули городъ, и биржа опустѣла. Въ 1572 г. мы находимъ уже полный упадокъ Антверпена; имѣлось много непроданныхъ запасовъ товара, но не было ни денегъ, ни кредита. Пять лѣтъ спустя сообщается и о Ліонѣ, что биржа, „place des Changes“, имѣетъ видъ сельской площади въ будній день, она уже заростаетъ травой. Уже фискальныя операціи французскихъ королей, сводившіяся къ отнятію у города его имущества, вызвали этотъ упадокъ, завершила его чума, которая съ 1576 года не прекращалась въ Ліонѣ.

IV.

Послѣ паденія Антверпена обороты его биржи перешли въ другіе города, но уже къ концу XVI вѣка видно было, что главнымъ наслѣдникомъ Антверпена становится Амстердамъ, что амстердамская биржа пріобрѣтаетъ характеръ міровой биржи. Это вполнѣ понятно, если имѣть въ виду тѣ перемѣны, которыя съ конца XVI ст. произошли въ международной торговлѣ, и ту роль, которую заняли Нидерланды въ товарной и денежной торговлѣ.

Въ 1585 г. отправилась первая флотилія изъ Амстердама въ Остъ-Индію, а съ 1603 г. голландцамъ удалось изгнать португальцевъ съ Молуккскихъ острововъ и укрѣпиться тамъ на Амбоинѣ и Бандѣ. Съ этихъ поръ могущество Голландіи въ Индіи возростаетъ все болѣе и болѣе, между тѣмъ какъ Португалія теряетъ одну факторію за другой. Въ 1640 г. вся тоговля отъ Кохинхины до Зондскихъ острововъ находилась во власти Голландіи, португальскій же вице-король уже не въ состояніи былъ отправить флотъ изъ Индіи въ Лиссабонъ, за отсутствіемъ людей и денегъ. Въ слѣдующемъ году Малакка перешла къ голландцамъ, затѣмъ Цейлонъ; Суматра и Целебесъ также принадлежали Голландіи; на Коромандельскомъ и Малабарскомъ берегу португальцы были вытѣснены ими. „Такимъ образомъ, въ теченіе какого-нибудь полустолѣтія Голландія стала наиболѣе могущественной страной въ Индіи: повсюду она имѣла факторіи, ея эскадра господствовала на всѣхъ моряхъ. Изъ всѣхъ европейскихъ странъ она одна только пользовалась правомъ торговли въ Японіи, а изъ Формозы она вела торговый обмѣнъ съ Китаемъ“.

Съ переходомъ индійской торговли отъ Португаліи къ Голландіи система, господствовавшая въ этой торговлѣ, однако, не измѣнилась. Голландія придерживалась той же политики монополизаціи торговли, какую проводили прежде португальцы. Иностранные корабли не допускались въ индійскія воды, никакіе иные продукты, кромѣ голландскихъ, не могли привозиться въ Индію; торговля какъ между Европой и Индіей, такъ и между отдѣльными мѣстностями Индіи и Азіи, вообще сосредоточивалась въ рукахъ голландцевъ. Разница заключалась лишь въ томъ, что прежде вся торговля съ Индіей сосредоточивалась въ Лиссабонѣ и Антверпенѣ, теперь же въ XVII ст. перешла къ Амстердаму. Сюда привозились пряности Индіи (перецъ, гвоздика, мускатъ и т. д.), позже и новые колоніальные товары—

кофе, чай, рисъ, и отсюда уже они распредѣлялись по другимъ странамъ Европы. Амстердамъ долженъ былъ стать прежде всего центромъ товарной торговли — торговли колоніальными товарами.

Роль амстердамской биржи въ XVII ст. станетъ еще болѣе понятна, если имѣть въ виду, что не менѣе, а, быть можетъ, еще болѣе значительна, чѣмъ заокеанская торговля, была торговля Нидерландовъ на европейскихъ моряхъ. Первое мѣсто въ европейской торговлѣ занималъ обмѣнъ на Сѣверномъ и Балтійскомъ моряхъ, гдѣ Нидерланды уже съ XV вѣка, постепенно вытѣсняя ганзейцевъ, пріобрѣтали первенствующее значеніе. Прочно утвердившись въ Скандинавскихъ государствахъ и Россіи, они оказались въ XVII ст. почти единственнымъ посредникомъ, которому эти страны могли сбывать свой хлѣбъ, лѣсъ, желѣзо и другіе предметы сырья.

Восточная Германія и Польша, отчасти также Россія и Данія, стали теперь правильно снабжать хлѣбомъ различныя мѣстности Нидерландовъ и Франціи, въ особенности же южную Европу—Италію, Пиренейскій полуостровъ. Но посредниками между этими странами хлѣбнаго вывоза и привоза были голландцы, ибо ни Италія, ни Испанія, съ одной стороны, ни прибалтійскіе города, съ другой, въ эту эпоху торговаго флота не имѣли и поэтому не могли установить непосредственныхъ сношеній. Они вынуждены были предоставить хлѣбную торговлю голландцамъ, которые имѣли своихъ постоянныхъ факторовъ и комиссіонеровъ въ прибалтійскихъ городахъ для закупки хлѣба и производили скупку въ годы обильныхъ урожаевъ по дешевой цѣнѣ. Затѣмъ они отправляли хлѣбъ въ Амстердамъ и оттуда уже вывозили его туда, гдѣ былъ неурожай и гдѣ его можно было сбыть по высокой цѣнѣ. Вслѣдствіе этого, Амстердамъ сталъ хлѣбнымъ амбаромъ Европы, и цѣны на хлѣбъ, устанавливавшіяся на амстердамской биржѣ, оказывали свое вліяніе во всей Европѣ—въ Генуѣ, Мадридѣ и Лиссабонѣ въ такой же мѣрѣ, какъ въ Лондонѣ, Гамбургѣ и Данцигѣ.

Такимъ образомъ, Амстердамъ являлся центральнымъ рынкомъ для хлѣба, рыбы, соли и лѣса, далѣе для сукна, наконецъ, для всѣхъ колоніальныхъ товаровъ—перца, гвоздики, кофе, табаку. Это даетъ представленіе объ его товарной биржѣ. Но не меньшее значеніе имѣла фондовая биржа, которая притомъ въ Амстердамѣ получила совершенно новый характеръ: центромъ тяжести являлись не государственныя облигаціи, а акціи. Здѣсь

впервые появились сдѣлки на акціи, впервые акціи стали объектомъ биржевыхъ операцій и биржевой спекуляціи. Это обстоятельство также находится въ тѣсной связи съ характеромъ нидерландской торговли и съ тѣми формами, которыя она приняла.

Какъ мы видѣли выше, торговля Нидерландовъ съ Остъ-Индіей носила тотъ же монопольный характеръ, какъ и торговля португальцевъ въ Индіи. И по своей организаціи она немногимъ отличалась отъ португальской торговли; она отличалась лишь постолько, посколько это обусловливалось различіемъ въ государственномъ строѣ обѣихъ странъ. Въ Португаліи торговля съ Индіей являлась монополіей короля, въ Нидерландахъ монополія торговли принадлежала акціонерной компаніи, во главѣ которой стояли тѣ же лица, которыя управляли республикой. Первыя экспедиціи голландцевъ были предприняты различными компаніями купцовъ, образовавшимися въ нѣсколькихъ городахъ—Амстердамѣ, Миддельбургѣ, Роттердамѣ и Дельфтѣ, которыя независимо другъ отъ друга снаряжали въ Остъ-Индію экспедиціи съ торговыми цѣлями. Капиталъ составлялся каждый разъ для даннаго опредѣленнаго предпріятія, для даннаго плаванія въ Остъ-Индію. По возвращеніи кораблей оттуда, помѣщенный капиталъ вмѣстѣ съ вырученной прибылью распредѣлялся и объявлялась подписка для составленія новаго капитала на слѣдующее путешествіе.

Въ 1602 г. изъ всѣхъ этихъ компаній образовалась одна Соединенная Остъ-Индская компанія (Vereenigde Oostindische Compagnie). Въ отличіе отъ предыдущихъ компаній, Остъ-индская компанія имѣла съ самаго начала опредѣленный капиталъ въ $6^1/_2$ милл. гульденовъ и участіе въ ней относилось не къ отдѣльному путешествію, какъ прежде, а распространялось на десять лѣтъ, ибо на этотъ срокъ компанія получила привилегію (впослѣдствіи она была возобновлена). Лишь по истеченіи этого времени долженъ былъ послѣдовать расчетъ, и каждый участникъ могъ выйти изъ состава компаніи; до того времени производилось лишь распредѣленіе прибылей. Это участіе въ предпріятіи, дававшее право на долю въ прибыли, именовалось „actie in de compagnie“; акція обозначала, слѣдовательно, не процентную бумагу, а долю участника въ капиталѣ компаніи, которая могла быть различныхъ размѣровъ.

Остъ-Индская компанія пользовалась весьма широкими привилегіями. Она имѣла право объявлять войну и заключать миръ

въ Остъ-Индіи, право строить города и крѣпости, чеканить монету, назначать членовъ Остъ-Индскаго совѣта и всѣхъ гражданскихъ и военныхъ чиновниковъ въ Индіи, заключать союзы съ туземными раджами, и все это отъ имени генеральныхъ штатовъ. Компанія обладала исключительнымъ правомъ торговли съ Остъ-Индіей. Лишенію жизни и конфискаціи имущества подвергался всякій, кто, не входя въ составъ компаніи, вступалъ въ торговыя сношенія съ Индіей. Даруя столь широкія привилегіи компаніи, правительство сочло нужнымъ хоть внѣшнимъ образомъ сохранить равенство всѣхъ передъ закономъ и прибѣгло къ слѣдующей мѣрѣ: всѣмъ жителямъ страны предоставлялось право участія въ компаніи, всѣ они могли подписываться на акціи—подписка была публичная и производилась по всей странѣ. Въ виду монополіи, предоставляемой компаніи, и того важнаго значенія, которое придавалось ей какъ національному предпріятію, спросъ на акціи сразу оказался весьма сильнымъ. Вслѣдствіе этого, уже немедленно по прекращеніи подписки еще раньше, чѣмъ компанія успѣла отправить хоть одинъ корабль въ Индію, курсъ ихъ на биржѣ превысилъ на 14—16 проц. номинальную цѣну.

Такимъ образомъ, акціи нидерландской Остъ-Индской компаніи съ самаго начала стали объектомъ биржевыхъ операцій. Уже въ слѣдующемъ 1603 г., послѣ того, какъ португальцы были изгнаны съ Молуккскихъ острововъ, курсъ акцій поднялся до 130 проц., въ 1605 г., когда впервые была распредѣлена прибыль въ размѣрѣ 15 проц. (не деньгами, а перцемъ), курсъ увеличился до 140 проц., а въ 1607 г. до 180—200 проц., причемъ, повидимому, значеніе имѣлъ ложный слухъ о завоеваніи компаніей Малакки. Но въ 1608 г. акціи снова упали до 160—130 проц. и возникла оживленная спекуляція на пониженіе, чему содѣйствовали раздоры между директорами компаніи. Несмотря на то, что акціи не были установлены въ круглыхъ однообразныхъ суммахъ, а зависѣли отъ размѣровъ участія отдѣльныхъ лицъ, онѣ все же оказались весьма удобными для биржевой спекуляціи. Биржа, повидимому, уже съ самаго начала предпочитала круглыя цифры, и постепенно стремленіе къ возможно большей замѣнимости объектовъ привело къ тому, что образовалась биржевая единица въ 3000 гульд., и эта единица именовалась теперь на биржѣ „акціей“.

Спекуляція производилась преимущественно въ формѣ сдѣлокъ на срокъ; до наступленія дня ликвидаціи сдѣлки реализо-

вались путемъ противоположныхъ сдѣлокъ; ликвидація производилась въ опредѣленные дни (первоначально каждые три мѣсяца, позже въ послѣдніе дни каждаго мѣсяца), благодаря чему получалась возможность примѣнять издавна (еще на ярмаркахъ) установившуюся систему компенсаціи требованій, обходясь безъ уплаты наличными. Все это сильно облегчало операціи и расширяло рынокъ, ибо при небольшомъ количествѣ денегъ и акцій могли имѣть мѣсто обширные обороты.

Послѣдніе должны были еще болѣе расшириться, вслѣдствіе того, что въ 1622 году появились на биржѣ новыя акціи—акціи вновь возникшей Вестъ-Индской компаніи. Эта компанія открыла подписку на акціи не только въ предѣлахъ Нидерландовъ, но и заграницей. Былъ составленъ проспектъ, въ которомъ указывалось на выгоды, которыя должна доставить компанія всѣмъ участникамъ. Кромѣ того, распространялись брошюры относительно ея предполагаемой дѣятельности, причемъ на заглавномъ листѣ былъ изображенъ видъ извѣстныхъ южноамериканскихъ серебряныхъ рудниковъ Потози. Тѣмъ не менѣе, подписка на акціи Вестъ-Индской компаніи шла весьма медленно, приходилось дважды удлинять ея срокъ и, кромѣ того, предоставить всѣмъ подписавшимся на акціи еще право подписаться дополнительно въ предѣлахъ 50 проц. уже прежде взятыхъ ими акцій. Приходилось снова выпускать проспекты и брошюры и выяснять, что Голландія должна вступить въ борьбу съ Испаніей, ее уничтожить и стать первой морской державой. Особенно подробно доказывалось, что дивиденды, доставляемые новой компаніей, должны быть несомнѣнно весьма велики и гораздо выше того, что получается въ другихъ отрасляхъ дѣятельности. Наиболѣе выгодныя предпріятія въ Голландіи даютъ 10 проц., земля всего 3 проц., деньги подъ залогъ имѣній 4—6 проц., депозиты 5—6 проц.; утверждаютъ, что розничная торговля приноситъ 18—20 проц. прибыли, но едва ли это вѣрно, если имѣть въ виду постоянныя банкротства, происходящія въ торговлѣ, и высокіе проценты по займамъ, которые вынуждены торговцы уплачивать. Напротивъ, Остъ-Индская торговля даетъ въ среднемъ 24 проц., въ области же Вестъ-Индской есть основаніе разсчитывать на еще большій дивидендъ, ибо она имѣетъ много преимуществъ, по сравненію съ Остъ-Индской: путешествіе въ Америку вчетверо скорѣе, чѣмъ въ Индію, почему въ теченіе года корабль можетъ совершить два путешествія въ Америку, тогда какъ въ Индію лишь одно въ два года; остъ-индскіе кораб-

ли выдерживаютъ всего три плаванія, вестъ-индскіе же окажутся пригодными для двѣнадцати плаваній.

Всѣ эти соображенія имѣли въ виду биржу, должны были вліять на подписку и на курсъ акцій. Здѣсь едва ли не впервые мы имѣемъ передъ собой широковѣщательный проспектъ акціонерной компаніи, предназначенный для биржи, первый изъ тѣхъ многочисленныхъ проспектовъ, которые впослѣдствіи въ теченіе трехъ столѣтій вводили нерѣдко публику въ заблужденіе. Въ данномъ случаѣ, однако, биржа не пошла на удочку, она сразу высказала свое отрицательное мнѣніе по поводу Вестъ-Индской компаніи; акціи Остъ-Индской компаніи, какъ мы видѣли, сильно поднялись въ курсѣ, курсъ же Вестъ-Индскихъ акцій, когда, наконецъ, капиталъ былъ покрытъ, упалъ ниже номинальной цѣны и сталъ объектомъ сильной спекуляціи на пониженіе.

И биржа въ данномъ случаѣ не ошиблась. Дѣла Остъ-Индской компаніи въ XVII ст. дѣйствительно шли очень удачно; она давала крупные дивиденды. Напротивъ, торговые обороты Вестъ-Индской компаніи оказались весьма неудачными. Правда, эта компанія занималась пиратствомъ въ широкихъ размѣрахъ: въ 1623—1636 г. г. ею было захвачено 547 испанскихъ и португальскихъ кораблей, цѣнность которыхъ вмѣстѣ съ грузомъ составляла около 40 милл. гульд. Но расходы компаніи на сооруженіе кораблей и на содержаніе войска оказались гораздо бо́льшими и поэтому, несмотря на всѣ награбленныя богатства, компанія вскорѣ обанкротилась и вынуждена была отказаться отъ завоеванной ею Бразиліи.

Какъ бы то ни было, во всякомъ случаѣ, благодаря акціямъ Остъ-Индской и Вестъ-Индской компаніи, амстердамская биржа уже въ началѣ XVII ст. превратилась въ крупный европейскій рынокъ. Еще въ первые годы XVII вѣка внѣшняя форма амстердамской биржи имѣла старинный средневѣковый характеръ, не соотвѣтствуя ея новому содержанію. Купцы,—сообщаетъ одинъ нюрнбергскій купецъ въ 1603 г.,—собираются тамъ ежедневно при хорошей погодѣ „на широкомъ, красивомъ мосту, который они называютъ die Pursch“ (bursa), въ случаяхъ же дождя—въ церкви; „тамъ каждый вечеръ играетъ органъ и люди прогуливаются, въ особенности купцы, когда имъ нужно производить какія-нибудь торговыя дѣла“. Здѣсь передъ нами любопытный остатокъ средневѣковья, когда торговля нерѣдко совершалась въ самой церкви, почему и церкви именовались рыночными или торговыми церквами; позже она перешла

на площадь передъ церковью, гдѣ помѣщались столы мѣнялъ, банкировъ и нотаріусовъ. Конечно, это уже совершенно не соотвѣтствовало характеру новой формы торговли—торговли биржевой. Но лишь въ 1613 году въ Амстердамѣ было построено спеціальное зданіе для биржи.

Ясное представленіе о характерѣ биржевой спекуляціи въ Амстердамѣ даетъ намъ замѣчательное сочиненіе поселившагося въ Амстердамѣ португальскаго еврея Don Joseph de la Vega. Оно вышло въ 1688 году, написано объективно и интересно и является, по словамъ Эренберга, до сихъ поръ едва ли не наилучшимъ описаніемъ биржевой спекуляціи. Биржу онъ называетъ совокупностью всего хорошаго и всего дурного на свѣтѣ, всего истиннаго и всего ложнаго, пробнымъ камнемъ всѣхъ осторожныхъ и могилой всѣхъ черезчуръ смѣлыхъ, кладеземъ полезныхъ вещей и очагомъ зла, воплощеніемъ Сизифа, никогда не отдыхающаго, и символомъ Иксіона, постоянно вращающагося со своимъ колесомъ. Онъ указываетъ на то, что спекуляція привлекаетъ всѣхъ, такъ какъ не нужно ни вести книгъ, ни отсылать товаровъ, ни производить платежей, ни держать приказчиковъ.

Лицъ, участвующихъ въ торговлѣ акціями, de la Vega дѣлитъ на три группы. Одну группу составляютъ крупные и спокойные капиталисты, не интересующіеся курсомъ акцій; для нихъ важенъ лишь дивидендъ, получаемый отъ акцій. Вторая группа можетъ быть названа купцами; эти люди покупаютъ акціи и переводятъ ихъ дѣйствительно на свое имя (акціи были еще именныя) въ разсчетѣ продать ихъ впослѣдствіи съ прибылью, такъ какъ они ожидаютъ прихода большихъ грузовъ изъ Индіи или надѣются на благопріятныя политическія извѣстія. Имъ нужна небольшая, но вѣрная прибыль. Наконецъ, третья и самая большая группа состоитъ изъ игроковъ. Ихъ операціи весьма разнообразны. Покупатель до срока исполненія сдѣлки продаетъ акціи, спекулируя на разницу; либо онъ занимаетъ подъ нихъ $^4/_5$ ихъ цѣнности, что дѣлали даже наиболѣе состоятельныя лица; либо, наконецъ, покупатель вовсе отказывается отъ акціи, уплачивая премію.

По вопросу о томъ, чѣмъ опредѣляется курсъ акцій, de la Vega сообщаетъ, что онъ зависитъ, во 1-хъ,—отъ состоянія торговли съ Индіей, во 2-хъ,—отъ политическаго положенія въ Европѣ, въ особенности отъ того, не готовятся ли къ войнѣ какія-либо страны, не заключаются ли договоры; поэтому спекулянты повсю-

ду имѣютъ своихъ агентовъ, освѣдомленныхъ обо всемъ происходящемъ. Третій моментъ—биржевое настроеніе, но тутъ никакія свѣдѣнія не помогаютъ. Въ общемъ онъ совѣтуетъ всегда слѣдовать господствующему теченію. Но послѣднее выяснить весьма трудно, ибо вѣдь всегда одни продаютъ, а другіе покупаютъ, такъ что теченія противоположны. Во всякомъ случаѣ, нашъ авторъ находитъ, что никогда не слѣдуетъ давать совѣтовъ другимъ относительно покупки, продажи или удержанія акцій, при выигрышѣ никогда не сожалѣть, какъ бы высоко потомъ ни поднялась цѣна, не удерживать долго акцій въ своихъ рукахъ („не вступать въ бракъ съ ними“), имѣть терпѣніе и деньги—основы успѣха, и помнить всегда, что биржевая прибыль есть утренняя роса, мыльный пузырь, который тутъ же исчезаетъ, что она имѣетъ обманный блескъ карбункула.

Авторъ говоритъ о томъ, что вся жизнь спекулянтовъ наполнена исключительно мыслью объ акціяхъ. Одни, игроки на повышеніе, всегда ждутъ добрыхъ извѣстій, почему ихъ называютъ „amantes de la patria“; они все прикрашиваютъ, египетскую тьму превращаютъ въ сумерки, молнію въ фейерверкъ. Ихъ сравниваютъ съ волшебникомъ, который показываетъ женщинамъ зеркало, гдѣ онѣ кажутся лучше, чѣмъ онѣ на самомъ дѣлѣ. Другихъ, „baissiers“ („contraminores, contramineurs“), надо избѣгать, какъ чумы; это—мизантропы, сдѣланные изъ однихъ нервовъ. Они не перестаютъ говорить о кончинѣ міра, ужаснѣйшимъ образомъ преувеличиваютъ политическія событія, сообщая вещи, въ которыхъ еще меньше правды, чѣмъ въ разсказахъ астрологовъ. Они таинственно говорятъ, какъ бы боясь того, что они сами сообщаютъ, говорятъ сами съ собой, предсказываютъ какъ пророки. Когда же занавѣсъ поднимается, оказывается,—гора рождаетъ мышь и страшная буря превращается въ легкій вѣтерокъ.

De la Vega сообщаетъ еще много всевозможныхъ свѣдѣній объ амстердамской биржѣ. Зданіе биржи открыто для операцій ежедневно отъ 12 до 2 часовъ дня, тогда какъ между 10 и 12 часами сдѣлки совершаются на площади передъ зданіемъ. Около 12 часовъ всѣ спѣшатъ на биржу, ибо въ 12 двери затворяются, и послѣ этого приходится уже платить за входъ. Операціи совершаются черезъ посредство маклеровъ, которые уже тогда состояли въ большомъ количествѣ изъ лицъ, потерпѣвшихъ крушеніе на биржѣ. Существовали уже консорціумы повышателей

и понижателей, распространявшіе ложныя извѣстія или искусственно создававшіе недостатокъ въ деньгахъ.

Первоначально въ Амстердамѣ не болѣе 20 человѣкъ держали въ своихъ рукахъ всю торговлю акціями; но къ концу XVII вѣка число лицъ, участвовавшихъ въ ней, сильно возросло. Стали играть на части акцій, даже самыя мелкія. Въ этой игрѣ принимало участіе все населеніе, старики, женщины, дѣти.

Амстердамская биржа покоилась на спекуляціи акціями. Но постепенно къ этому присоединились и сдѣлки на государственныя бумаги, въ особенности на облигаціи генеральныхъ штатовъ. Правда, послѣднія еще долго были весьма неудобны для биржи, ибо каждая облигація составлялась отдѣльно; по содержанію, какъ и по размѣрамъ номинальной цѣны облигаціи отличались другъ отъ друга, все же онѣ скоро стали постояннымъ объектомъ биржевой игры. Съ конца XVII вѣка Амстердамъ и въ этомъ отношеніи сталъ международнымъ рынкомъ, гдѣ заключались займы другими государствами, хотя и черезъ посредство генеральныхъ штатовъ, которые выпускали объявленіе объ открытіи подписки на тѣ или другія иностранныя облигаціи. Въ половинѣ XVIII вѣка, согласно первому дошедшему до насъ биржевому бюллетеню (1747 года), котировалось уже 44 вида фондовыхъ бумагъ,—нидерландскія акціи троякаго рода, англійскія трехъ сортовъ, 25 видовъ нидерландскихъ займовъ, 4 вида англійскихъ государственныхъ облигацій и т. д. Къ концу XVIII в. котировалось свыше 100 фондовыхъ бумагъ различнаго рода.

Еще de la Vega предсказывалъ, что головокружительная спекуляція, охватившая всѣ слои населенія, не кончится добромъ: день страшнаго суда — говорилъ онъ — скоро наступитъ. Тридцать лѣтъ спустя, предсказанія его оправдались — разразился биржевой кризисъ, вызванный спекуляціями на тюльпанахъ (тюльпаноманіей).

Въ половинѣ XVI ст. тюльпанъ былъ вывезенъ изъ Турціи въ Западную Европу, и съ этого времени тюльпаны стали разводить въ Нидерландахъ, причемъ старались производить новые, рѣдкіе и особо цѣнимые виды и цвѣта. Тюльпанъ сдѣлался предметомъ страстнаго увлеченія и въ 1634—38 г. г. это увлеченіе приняло характеръ настоящей маніи. Тюльпаны стали объектомъ биржевой игры, къ нимъ примѣнялись всѣ господствовавшіе на биржѣ методы спекуляціи на акціи съ той только разницей, что акцію замѣнялъ тюльпанъ.

Покупались и продавались несуществующіе вовсе экземп-

ляры, и вся суть заключалась въ уплатѣ разницы между условленной цѣной и цѣной, по которой они котировались въ день исполненія сдѣлки.

„Вся страна предавалась обманчивой надеждѣ, что увлеченіе тюльпанами будетъ продолжаться всегда; а когда узнали, что горячка эта охватила и другія страны, то не на шутку вообразили, что богатство всего міра потечетъ къ берегамъ Зюдерзе и что бѣдность впредь станетъ въ Голландіи преданіемъ. Что этому вѣрили вполнѣ серьезно, видно изъ тѣхъ цѣнъ, которыя платили въ тѣ времена за луковицы тюльпана; за одну луковицу отдавали имущество стоимостью въ 2500 флориновъ, за экземпляръ другого сорта 2000 флор., за третій сортъ—карету и пару лошадей, четвертый оцѣнивался въ 12 десятинъ земли".

За какіе-нибудь два три года—читаемъ у Макса Вирта—въ одномъ только изъ городовъ Голландіи на тюльпанахъ было сдѣлано оборотовъ болѣе, чѣмъ на 10 милл. гульденовъ. Но въ результатѣ спекуляція кончилась весьма печальной развязкой. Въ 1637 г. наступилъ внезапный поворотъ. Разразилась паника, довѣріе исчезло, заключенныя сдѣлки не выполнялись; во всѣхъ городахъ стали появляться объявленія о продажахъ имущества за долги.

Прошло много лѣтъ, прежде чѣмъ страна оправилась отъ этого удара, торговля излѣчилась отъ нанесенныхъ ей ранъ, биржа стала снова нормально функціонировать.

Впрочемъ и впослѣдствіи подобный азартъ и спекуляція не прекращались; сдѣлки на разницу производились не только акціями, но и хлѣбомъ, кофе, спиртомъ, и люди, не обладавшіе тысячью гульденовъ, заключали нѣсколько десятковъ сдѣлокъ на огромную сумму на одинъ и тотъ же срокъ, ликвидируя ихъ уплатой разницы.

V.

И лондонская фондовая биржа создалась подъ вліяніемъ спекуляціи на акціи; и здѣсь акціи, а не государственныя бумаги, явились основой биржевыхъ операцій.

Англія уже въ XVI вѣкѣ выступаетъ въ качествѣ торговой державы. Съ этого времени она освобождается отъ иноземнаго владычества, отъ опеки ганзейцевъ и итальянцевъ, услугами которыхъ она до того времени пользовалась; итальянцы и ганзейцы мѣшали Англіи завязать самостоятельныя торговыя сношенія съ другими странами. Въ теченіе XVI вѣка прекращается посѣщеніе Англіи венеціанскими галерами, ибо, съ открытіемъ морского

пути въ Индію, англичане пріобрѣтаютъ произведенія Востока въ Лиссабонѣ и Антверпенѣ и не нуждаются въ посредничествѣ итальянцевъ. Одновременно исчезаютъ и широкія привилегіи ганзейцевъ въ Англіи, закрыто ихъ торговое подворье въ Лондонѣ.

Англичане выступаютъ теперь въ качествѣ конкуррентовъ Испаніи и Португаліи, въ борьбѣ изъ-за колоній. Сначала они дѣлаютъ попытки найти туда иной путь, сѣверный, и открываютъ Сѣверную Америку. А затѣмъ, съ конца XVI ст. и они отправляютъ экспедиціи въ Индію вокругъ Африки и постепенно вытѣсняютъ португальцевъ съ остъ-индскаго континента.

И англійская торговля съ Остъ-Индіей велась первоначально нѣсколькими отдѣльными товариществами лондонскихъ купцовъ, которыя самостоятельно отправляли корабли въ Индію. Въ 1599 году образовалось общество для торговли съ Индіей, которое постепенно превращалось въ объединенную акціонерную компанію. И англійская Остъ-Индская компанія пользовалась монополіей въ торговлѣ съ Остъ-Индіей, правомъ веденія войны въ Индіи и заключенія мира и цѣлымъ рядомъ вытекавшихъ отсюда привилегій, причемъ компанія строго слѣдила за тѣмъ, чтобы ея монопольное положеніе въ торговлѣ не нарушалось частными лицами, и жестоко преслѣдовала тѣхъ, кто пытался конкуррировать съ нею.

Въ теченіе XVII вѣка въ Англіи образовались еще двѣ акціонерныя компаніи для торговли съ заокеанскими странами —одна Африканская для торговли съ Африкой и вывоза негровъ, другая—Гудсонова компанія, которая пріобрѣтала у индѣйцевъ на сѣверѣ Америки звѣриныя шкуры, жиръ и перья и сбывала имъ водку, матеріи, порохъ и всякія бездѣлушки.

До конца XVII ст. мы находимъ въ Англіи только эти три акціонерныя компаніи, но въ послѣднее десятилѣтіе этого вѣка лондонская биржа сразу сильно оживилась. Въ это время появились новыя акціонерныя компаніи, учрежденныя въ области обрабатывающей промышленности и горнаго дѣла. Это находилось въ связи съ общимъ оживленіемъ въ промышленности, вызваннымъ переселеніемъ гугенотовъ въ Англію и введеніемъ ими новыхъ отраслей и способовъ производства. Въ 1694 году былъ учрежденъ также Англійскій банкъ, и въ августѣ того же года появились акціи Англійскаго банка на лондонской биржѣ. Къ тому же времени относится и введеніе на

биржу различныхъ краткосрочныхъ обязательствъ казначейства; сдѣлки на эти бумаги по своему характеру немногимъ отличались отъ операцій съ акціями.

Англичане въ эту эпоху старались во всѣхъ областяхъ подражать голландцамъ, заимствовать у нихъ все новое и наиболѣе совершенное въ области банковаго дѣла и кредита, кораблестроенія и мореплаванія, сельскаго хозяйства и промышленности. И во всѣхъ направленіяхъ они не только оказывались способными учениками голландцевъ, высоко стоявшихъ во всѣхъ сферахъ экономической жизни, но вскорѣ превзошли своихъ учителей. Это произошло и въ области биржевой торговли и биржевой техники. Амстердамская биржевая техника была сразу и цѣликомъ введена въ Лондонѣ. Но англичане съ большимъ усердіемъ принялись за дальнѣйшее развитіе и усовершенствованіе ея.

Биржевыя операціи и здѣсь всецѣло покоились на сдѣлкахъ на срокъ и на уплатѣ разницы: проданныя бумаги никто и не думалъ брать, все сводилось къ четыремъ годичнымъ срокамъ расчетовъ разницы.

Change Alley, улицу, гдѣ находилась биржа, называли разбойничьимъ притономъ, гдѣ господствуетъ и особый воровской жаргонъ, для обиранія публики путемъ невѣрныхъ извѣстій и лживыхъ курсовъ. Много крупныхъ коммерсантовъ спекулировало черезъ посредство маклеровъ на лондонской биржѣ; послѣдніе составляли главный контингентъ посѣтителей биржи. Они состояли изъ бывшихъ пекарей, мясниковъ, сапожниковъ, цирюльниковъ и т. п. лицъ, не имѣвшихъ ничего и все же совершавшихъ крупные обороты.

Лѣтомъ обыкновенно фондовыя операціи прекращались, но онѣ замѣнялись спекуляціями чаемъ, рыбой, страхованіемъ выигрышей и т. д.

Чрезвычайно крупнымъ событіемъ въ исторіи лондонской биржи является учрежденіе въ 1711 году южно-океанской торговой компаніи. Въ основѣ учрежденія этой компаніи и той спекулятивной горячки, которая охватила Англію во второмъ десятилѣтіи XVIII вѣка, лежала „грандіозная“ мысль конвертировать почти весь англійскій государственный долгъ въ акціонерный капиталъ. Уже при учрежденіи Остъ-Индской компаніи, а затѣмъ и Англійскаго банка значительная сумма ихъ основного капитала (свыше $6^1/_2$ милл. ф. ст.) была передана правительству; на эту сумму находились въ обращеніи акціи, пред-

ставлявшія государственный долгъ. То же было сдѣлано и при основаніи южно-океанской компаніи. Послѣдняя получила исключительное право торговли съ Южной Америкой и морями, омывавшими ее (они понимались подъ именемъ Южнаго океана), и право на всѣ вновь открытыя земли. За это она должна была заключить заемъ съ правительствомъ: она передавала ему весь свой основной капиталъ въ 10 милл. ф. ст. и выпускала на ту же сумму акціи.

Появленіе на рынкѣ извѣстія объ учрежденіи новой компаніи сразу вызвало сильный спросъ на ея акціи. Еще при Елизаветѣ, благодаря англійскимъ мореплавателямъ, побывавшимъ въ испанской Америкѣ, создалось преувеличенное представленіе о тамошнихъ богатствахъ и о выгодахъ торговли съ этими странами; теперь же сообщалось о намѣреніи новой компаніи основать факторіи въ Южной Америкѣ, гдѣ имѣются несмѣтныя количества золота, серебра и пряностей, съ огромнымъ барышомъ вымѣниваемыя на привозимыя изъ Европы промышленныя издѣлія. Кромѣ того распускался слухъ, будто бы испанцы готовы уступить англичанамъ четыре гавани въ южныхъ моряхъ у береговъ Перу и Чили.

Тотчасъ же, по образованіи общества, акціи его сильно поднялись въ цѣнѣ. „Купцы не замедлили накинуться на позолоченную приманку, и имъ казалось уже, что они видятъ передъ собой сверкающее Эльдорадо. Это настроеніе охватило и всю націю, и многіе, едва знавшіе, гдѣ находится Америка, были вполнѣ убѣждены, что она вся покрыта золотомъ и драгоцѣнными камнями“. На общемъ собраніи Южно-океанскаго общества въ 1713 г. президентъ сообщилъ, что испанское правительство даровало обществу монополію торговли неграми во всѣхъ испанскихъ владѣніяхъ въ Южной Америкѣ. Капиталъ общества былъ увеличенъ, а курсъ его акцій снова повысился. Однако головокружительное повышеніе его началось лишь съ тѣхъ поръ, когда общество снова выкупило часть государственнаго долга и выпустило акціи на соотвѣтствующую сумму. Когда билль о выкупѣ различныхъ государственныхъ займовъ прошелъ въ нижней палатѣ, курсъ южно-океанскихъ акцій поднялся до 319 процентовъ.

Въ верхней палатѣ билль встрѣтилъ сильное сопротивленіе. Противъ него возражали, „что онъ способствуетъ обогащенію немногихъ въ ущербъ интересамъ большинства; что онъ поощряетъ опасную и обманную торговлю акціями и вслѣдствіе

этого народъ отвлекается отъ производительной торговли и отъ трудовой дѣятельности; что безумное повышеніе курсовъ на южно-океанскія акціи въ то время, когда билль еще не принятъ, представляетъ опасную приманку для неосторожныхъ людей, завлекая ихъ обманчивой надеждой на обогащеніе и побуждая ихъ бросать свои трудовыя деньги на пріобрѣтеніе воображаемаго богатства; что, если бы, несмотря на все это, предложенія южно-океанскаго общества были приняты, то слѣдовало бы, по крайней мѣрѣ, ограничить повышеніе акцій этого общества, чтобы предотвратить наиболѣе опасныя послѣдствія биржевой спекуляціи". Несмотря на это, билль прошелъ и въ верхней палатѣ. Общество обязалось платить владѣльцамъ долгосрочныхъ рентъ стоимость послѣднихъ по разсчету 20-лѣтняго съ нихъ дохода, а владѣльцамъ краткосрочныхъ рентъ—стоимость, капитализированную изъ 15-лѣтняго дохода. Съ этой цѣлью въ 1720 г. была открыта подписка на 200.000 акцій новаго выпуска по курсу 300 проц. ихъ номинальной цѣны, и уже въ первый день подписки курсъ поднялся до 325 проц.

Наплывъ желающихъ участвовать въ подпискѣ былъ столь великъ, что выпускъ акцій былъ увеличенъ до 2.250.000 ф. ст.; но правленіе компаніи находило, повидимому, и этотъ выпускъ недостаточнымъ и, чтобы облегчить биржевыя сдѣлки на акціи, оно рѣшило отпускать ихъ въ кредитъ на 4 мѣсяца за 4 проц. Количество акцій, которое могло быть отпущено въ кредитъ, было опредѣлено въ 500.000 ф. ст., но впослѣдствіи увеличено до 900.000 ф. ст. Публика была возбуждена до такой степени, что требовала выпуска еще новыхъ акцій. Умопомраченіе—говоритъ историкъ Андерсонъ — было такъ велико, что одно рѣшеніе правленія присоединить къ своему капиталу ренты, выкупъ которыхъ еще не былъ произведенъ, побудило многихъ изъ владѣльцевъ этихъ рентъ тотчасъ же довѣрить ихъ обществу и начать подписываться на акціи, не зная еще, на какихъ условіяхъ онѣ будутъ предложены.

Вторая подписка была открыта по курсу въ 400 проц., но на биржѣ курсъ немедленно поднялся до 500 проц. Возбужденіе на биржѣ было чрезвычайно велико; каждый спѣшилъ купить акціи. „Происходившая на биржѣ давка людей всякаго званія, пола и возраста производила почти отвратительное впечатлѣніе". Хотя были люди, которые старались открыть публикѣ глаза своими вычисленіями, и хотя курсъ акцій палъ вслѣдствіе того, что многіе вынуждены были продавать свои бумаги, чтобы имѣть

средства уплатить второй взносъ, но правленіе энергично противодѣйствовало пониженію курса и съ этой цѣлью въ значительныхъ размѣрахъ ссужало акціи въ кредитъ по курсу 400. Вслѣдствіе этого курсъ послѣднихъ снова поднялся до 800. Тогда былъ сдѣланъ новый выпускъ акцій на 5 милл. ф. ст. по курсу 1000 %, причемъ изъ этого выпуска почти на 3 милл. было роздано въ кредитъ, акціи же поднялись на биржѣ до 1.050 проц. „Въ доброй старой Англіи едва ли оставался хоть одинъ мозгъ, способный еще вычислять и соображать вѣроятные результаты всего этого дѣла“.

Еще болѣе существенно, однако, то обстоятельство, что безумная спекуляція южно-океанской компаніи увлекла за собой и другія общества; бумаги Остъ-Индской компаніи поднялись до 445 проц., акціи Англійскаго банка до 260. Вычисляли, что, вслѣдствіе этого повышенія курсовъ, общая цѣнность этихъ акцій, а также бумагъ множества крупныхъ и мелкихъ предпріятій, вызванныхъ къ жизни, дошла въ 1720 г. до 500 милл. ф. ст., т. е. въ пять разъ превысила все количество наличныхъ денегъ, находившихся въ то время въ обращеніи въ Европѣ.

Такихъ новыхъ предпріятій, бумаги которыхъ появились на биржѣ въ 1720 г., возникъ цѣлый рядъ. „Пока директоръ южно-океанской компаніи посредствомъ щедрой выдачи своихъ акцій въ кредитъ и другихъ средствъ поощряли обманную спекуляцію и поддерживали курсъ акцій на его искусственной высотѣ, возникло множество другихъ предпріятій, получившихъ названіе bubbles (мыльныхъ пузырей) и поддерживавшихъ публику въ постоянномъ возбужденіи. Лондонская Change Alley и прилегавшія къ ней кофейни съ утра до ночи были набиты людьми, спекулировавшими на эти „мыльные пузыри“.

Это была эпоха, когда въ большомъ количествѣ какъ въ Англіи, такъ и въ другихъ государствахъ появились всевозможные авантюристы съ разнообразными проектами обогатить государей и государства. Они предлагали государямъ различные способы добыть огромныя суммы государственныхъ доходовъ, не увеличивая при этомъ подати ни на копейку. Они говорили о всевозможныхъ новыхъ предпріятіяхъ, которыя должны развивать національную промышленность и торговлю и создавать богатства въ странѣ; новыя техническія усовершенствованія, какъ бы фантастичны они ни были, организація внѣшней торговли на новыхъ основаніяхъ съ новыми заокеанскими странами—все это они представляли дѣломъ чрезвычайно простымъ и, несомнѣнно, край-

не прибыльнымъ,—нуженъ лишь капиталъ и отвага. „Для этихъ лицъ новыя открытія, новые проекты являлись промысломъ, свои идеи они продавали другимъ. Появилась особая профессія такихъ авантюристовъ, „цехъ“, задачей котораго являлось привлеченіе на свою сторону государей, вліятельныхъ людей, богачей. Повсюду—при дворахъ, въ парламентахъ—мы встрѣчаемъ ихъ, но и на улицѣ, на рынкѣ они стоятъ и продаютъ свои идеи“. Съ удивительной логичностью они развиваютъ свои проекты, съ математической точностью приходятъ къ выводу, что осуществленіе плана доставитъ милліонную прибыль, ни копейки меньше.

Правда, вскорѣ послѣдовало постановленіе парламента „о мыльныхъ пузыряхъ“, объявлявшее недѣйствительными всѣ предпріятія, возникшія, начиная съ 1718 года, подъ ложными фирмами и на основаніи устарѣвшихъ концессій. Всѣ подобныя предпріятія, а также состоявшіяся въ ихъ интересахъ подписки, квитанціи, взносы и т. д. объявлены недѣйствительными, и тѣ, кто будетъ торговать этими бумагами, подлежали штрафу въ 500 ф. ст.

Несмотря на такое запрещеніе, неоднократно повторенное, спекуляція продолжалась, курсы поднимались все выше и выше, акціи южно-океанской компаніи и „мыльныхъ пузырей“ брались на расхватъ. Первые покупатели легко находили другихъ, дававшихъ еще болѣе высокую цѣну; одна и та же бумага въ одномъ концѣ улицы продавалась на 10 проц. дороже, чѣмъ на другомъ. Ежедневно въ газетахъ появлялись новые проекты, превозносимые въ напыщенныхъ рекламахъ и служившіе приманкою на новую подписку. „Въ однихъ требовался первоначальный взносъ всего только въ 6 пенсовъ чистыми деньгами, въ другихъ—въ одинъ шиллингъ со ста, въ третьихъ даже въ 1 шилл. съ тысячи. Нѣкоторые изъ безыменныхъ бухгалтеровъ, состоявшихъ при этихъ подпискахъ, исчезали, по разсказу лѣтописца, тотчасъ же по полученіи перваго взноса, а съ ними вмѣстѣ исчезали и книги, въ которыя заносилась подписка; оказывалось, что мѣсто, гдѣ они производили свои операціи, было нанято ими всего на одинъ день“.

Въ спискѣ „мыльныхъ пузырей“, возникшихъ въ это время, насчитывается свыше 200 предпріятій. Среди нихъ находимъ слѣдующія: предпріятія по эксплоатаціи мѣдныхъ рудниковъ, по развитію льноводства, для сбыта живыхъ рыбъ въ Лондонѣ, для колонизаціи Багамскихъ острововъ, предпріятія по рыболовству, по улучшенію портовъ и исправленію рѣкъ, для торговли чело-

вѣческими волосами, для очистки Лондона, для излеченія венерическихъ болѣзней, для постройки домовъ, для изобрѣтенія perpetuum mobile, для торговли „нѣкоторыми“ товарами и т. д. Среди этихъ мыльныхъ пузырей во многихъ случаяхъ обманъ былъ вполнѣ ясенъ, но ослѣпленіе публики было такъ велико, что нашлись аферисты, которые не стѣснялись печатать въ газетахъ проекты въ родѣ слѣдующихъ: „подписка на капиталъ въ 2 милліона на одно предпріятіе, обѣщающее большія выгоды и цѣль котораго будетъ объяснена впослѣдствіи“.

Опьяненіе кончилось крахомъ и всеобщей паникой, причемъ сигналъ къ крушенію подали сами директора южно-океанской компаніи. Когда курсъ акцій этой компаніи достигъ 1100 проц., но дальше онѣ не повышались, правленіе рѣшило, что главная причина заключается въ наличности „мыльныхъ пузырей“ и выхлопотало правительственное распоряженіе, положившее конецъ существованію ихъ. Это повергло руководителей этихъ предпріятій въ такую панику, что мыльные пузыри стали лопаться съ такой же быстротой, съ какой прежде появлялись. Но этимъ дѣло не кончилось. Паденіе курсовъ этихъ предпріятій повлекло за собой и пониженіе акцій самой южно-океанской компаніи. Если первоначально его еще удавалось сдерживать, то вскорѣ оно возобновилось съ неудержимой силой, а рука объ руку съ этимъ шло банкротство и разореніе.

При всемъ томъ спекуляція 1720-хъ годовъ имѣла свое значеніе: она создала лондонскую биржу, она сдѣлала акціи нормальнымъ объектомъ биржевыхъ операцій. Правда, англійское правительство (какъ ранѣе голландское) пробовало впослѣдствіи бороться со спекуляціей, но безуспѣшно. „Есть одно лишь средство—говорилъ одинъ спекулянтъ—избавиться отъ насъ: уплатить всѣ государственные долги и ликвидировать всѣ акціонерныя компаніи; тогда государству не нужно будетъ вѣшать спекулянтовъ, но зато тогда ему придется самому повѣситься“. Все же выяснилась необходимость въ оздоровленіи лондонской биржи, и послѣдняя съ этой цѣлью постепенно превращается въ закрытое учрежденіе. Именно, въ 1760 году для устраненія сомнительныхъ элементовъ образовалась группа лицъ, которая наняла спеціальную кофейню для производства фондовыхъ операцій въ своей средѣ и допускала туда лишь тѣхъ, кто уплачивалъ 8 ф. ст. ежегодно. Въ теченіе 40 лѣтъ эта кофейня (Stock Exchange Coffeehouse) служила мѣстомъ фондовой биржи, и лишь въ 1801

году было выстроено спеціальное зданіе для фондовой биржи и было образовано биржевое общество, члены котораго пользуются исключительнымъ правомъ посѣщенія биржи.

VI.

Причина той головокружительной спекуляціи, которая къ концу XVII вѣка и въ 1720—1730-хъ годахъ происходила въ Лондонѣ и Амстердамѣ и которая въ сущности создала амстердамскую и лондонскую фондовыя биржи, заключалась, повидимому, въ томъ, что въ Голландіи и Англіи появились въ это время обильные денежные капиталы, искавшіе себѣ приложенія. Если имѣть въ виду, что въ XVII вѣкѣ добыча серебра изъ американскихъ рудниковъ возростала все болѣе и болѣе, Испанія же и Португалія являлись лишь каналами, черезъ которые серебро направлялось въ Голландію и Англію, то станетъ понятнымъ, что въ этихъ странахъ долженъ былъ появиться огромный свободный денежный фондъ. А къ этому присоединилось съ конца XVII вѣка бразильское золото, которое вывозили эти государства.

Кредиторы государства и въ Нидерландахъ, и въ Англіи готовы были довольствоваться чрезвычайно низкимъ процентомъ—доказательство обилія свободныхъ капиталовъ—лишь бы найти помѣщеніе для своихъ капиталовъ. Голландскій „Меркурій“ сообщалъ, что въ одной провинціи Голландіи имѣется 65 тыс. человѣкъ, которые пріобрѣли фондовыя бумаги или въ состояніи это сдѣлать, вслѣдствіе обилія капиталовъ. Погашеніе же государственныхъ займовъ вызывало жалобы со стороны кредиторовъ, которые со слезами на глазахъ говорили, что они нигдѣ не въ состояніи столь вѣрно помѣщать свои деньги. Точно также въ Англіи Вальполь справедливо говорилъ въ 1737 г., что всякая конверсія принудительна, ибо угроза кредиторамъ правительства уплатой капитала равносильна принужденію согласиться на болѣе низкій процентъ; имъ приходится соглашаться, такъ какъ другихъ способовъ помѣщенія капиталовъ почти нѣтъ.

Въ самомъ дѣлѣ, прибыль, добытая Нидерландами и Англіей въ торговлѣ и въ колоніяхъ и превращенная въ денежные запасы, почти не находила себѣ приложенія. Внѣшняя торговля была монополизирована немногими компаніями, и для всѣхъ прочихъ торговля какъ съ Остъ-Индіей, такъ и съ Америкой и другими странами была закрыта. До конца XVII и начала XVIII ст. производство и сбытъ различныхъ промышленныхъ издѣлій так-

же составляли въ Англіи монополію отдѣльныхъ лицъ или компаній,—различныя отрасли горной и горнозаводской промышленности, производство стекла, мыла, булавокъ, различныхъ тканей и т. п. находились въ рукахъ отдѣльныхъ монополистовъ, получившихъ исключительную привилегію отъ короля. Только въ началѣ XVIII вѣка совершенно исчезли промышленныя монополіи въ Англіи. Посколько же существовала свобода производства, господствовала кустарная форма промышленности, не требовавшая значительныхъ капиталовъ—она покоилась почти всецѣло на оборотномъ капиталѣ.

Куда при такихъ условіяхъ могли идти свободные капиталы, имѣвшіеся, какъ мы видѣли, въ большомъ количествѣ въ Голландіи и Англіи? Заемный процентъ составлялъ въ Нидерландахъ всего $2^1/_2$—3, и немногимъ выше онъ былъ въ Англіи. Неудивительно, если публика набрасывалась на акціи: во имя Господа, дайте намъ возможность подписаться на что-либо, чтобы это ни было—таково было общее желаніе публики во время англійской спекулятивной горячки 1720 года.

Не только Англія и Нидерланды были наводнены американскимъ золотомъ и серебромъ, но и Франція. Оживленная торговля Франціи съ колоніями и Испаніей доставляла и ей въ большомъ количествѣ американское серебро и золото. Результатомъ и здѣсь было скопленіе капиталовъ, не находившихъ себѣ примѣненія въ промышленности и торговлѣ, связанныхъ всевозможными привилегіями и монополіями. И здѣсь должна была возникнуть биржевая спекуляція, и здѣсь она была тѣсно соединена со всевозможными заманчивыми проектами, измышленными разными авантюристами.

Спекуляція на парижской биржѣ начинается, повидимому, въ 1702 году, когда учреждена была Caisse des Emprunts, выпустившая въ большомъ количествѣ процентныя бумаги, которыми производили платежи поставщикамъ казны. Однако, въ виду того, что послѣдніе старались поскорѣе сбыть ихъ и вслѣдствіе выпуска ихъ въ очень большомъ размѣрѣ, онѣ вскорѣ упали въ цѣнѣ на 50, 60 и даже 75 проц. На rue Quincampoix возникла торговля этими бумагами; тамъ находились конторы большинства парижскихъ банкировъ. Производимыя этими бумагами операціи назывались „agiotage“, т. е. сдѣлки для извлеченія выгоды изъ повышенія и паденія курса цѣнныхъ бумагъ.

Такимъ образомъ, объектомъ биржевыхъ операцій явились прежде всего бумаги, составлявшія нѣчто среднее между серія-

ми казначейства и бумажными деньгами. Затѣмъ операціи распространились и на государственныя облигаціи; только государственная рента долго еще не котировалась на парижской биржѣ.

Уже въ это время происходила оживленная биржевая спекуляція. Банкиры выдавали деньги по часамъ за огромный процентъ (до 1 проц. въ часъ) для усиленія биржевой игры. Но особенно огромные размѣры послѣдняя приняла въ связи съ операціями Джона Ло. Тогда впервые биржевыя сдѣлки, которыя совершались въ домахъ на rue Quincampoix безъ скопленія людей, были вынесены на самую улицу; тамъ распространялись извѣстія, дѣлались предложенія „по образцу Амстердама и Лондона, гдѣ купцы ежедневно собираются".

Джонъ Ло (Law) является наиболѣе яркимъ представителемъ тѣхъ авантюристовъ, о которыхъ мы упоминали выше и которые странствовали по различнымъ государствамъ въ надеждѣ найти охотниковъ до ихъ фантастическихъ плановъ быстраго обогащенія. Покинувъ Англію и попытавъ счастья въ Амстердамѣ, Брюсселѣ и Италіи, онъ, наконецъ, попалъ въ Парижъ, и планы его понравились герцогу Орлеанскому. Въ 1716 г. Ло основалъ частный банкъ на акціонерныхъ началахъ для учета векселей, пріема вкладовъ и выпуска банковыхъ билетовъ—все новыя для того времени операціи. Затѣмъ онъ превратилъ банкъ въ государственное учрежденіе. Далѣе, онъ основалъ Остъ-Индскую компанію или компанію Миссисипи (аналогія англійской южно-океанской компаніи) для колонизаціи береговъ Миссисипи, незадолго до того поступившихъ во владѣніе Франціи. Компанія пользовалась широкими привилегіями въ области торговли и въ смыслѣ владѣнія всѣми открытыми уже въ Луизіанѣ странами и тѣми, которыя будутъ открыты. При этомъ предпріятіе раздувалось всѣми искусственными средствами—богатство открытыхъ странъ изображалось въ самыхъ яркихъ краскахъ. Были выставлены публично гравюры, на которыхъ индійцы и индіанки Луизіаны съ благоговѣніемъ спѣшили на встрѣчу французамъ, и сообщалось о томъ, что въ Америкѣ имѣются горы, наполненныя золотомъ, серебромъ и другими металлами. Въ 1719 г. съ этой компаніей были слиты и двѣ другія—Остъ-Индская, пользовавшаяся исключительнымъ правомъ торговли во всѣхъ гаваняхъ Тихаго и Индійскаго океановъ, отъ мыса Доброй Надежды до Магелланова пролива, и Африканская компанія. Въ рукахъ Ло такимъ образомъ сосредоточивалось исключительное право торговли почти со всѣми странами, гдѣ имѣлись французскія колоніи и фак-

торіи. Наконецъ, Ло взялъ на откупъ монетную регалію и подати Франціи, и компанія ссудила правительству 1.500 милл. изъ 3 проц. на покрытіе его долговъ. Цѣлью Ло являлось слить всю націю въ одну огромную корпорацію, управленіемъ которой завѣдывала бы Остъ-Индская компанія, т. е. самъ Ло, а кассою которой служилъ бы Королевскій Банкъ.

Осуществленіе этихъ грандіозныхъ плановъ возможно было лишь черезъ посредство биржи, и Ло дѣйствительно удалось вызвать сильную спекуляцію и азартную игру.

„Старые и молодые, знать и простолюдины, мужчины и женщины густыми толпами день и ночь тѣснились передъ бюро компаніи и, въ ожиданіи открытія подписки на новыя акціи, терпѣливо выносили голодъ и жажду, рискуя быть задавленными или изувѣченными въ толпѣ“. Не только изъ провинціи, но и изъ-за границы началось настоящее переселеніе народовъ, стремившихся на берега Сены. „Всякій, кто только располагалъ небольшой суммой, желалъ поживиться изъ неистощимаго золотого дна, такъ что впродолженіе нѣсколькихъ мѣсяцевъ улица Кенкампуа, гдѣ происходила биржевая игра, была сборнымъ пунктомъ для всей спекулирующей Европы. Возникла азартная игра, равной которой не было ни до того, ни впослѣдствіи“.

Несмотря на огромное количество акцій, заполнившихъ рынокъ, курсъ ихъ повышался все болѣе, дойдя до 18 тысячъ ливровъ при номинальной цѣнѣ въ 550, 1000 и 5000 ливр., такъ что 300 тысячъ акцій съ номинальной цѣнностью въ 150 милл. ливр. дали компаніи 1500 милл., а на биржѣ представляли цѣнность въ 3000 милл. При такомъ курсѣ дивидендъ, выдаваемый компаніей, составилъ не болѣе одного процента, быть можетъ, даже всего ¼ проц. Уже одинъ этотъ простой подсчетъ долженъ былъ бы, казалось, отрезвить публику; но публика и не думала объ этомъ—до такой степени она была поглощена биржевой игрой. Компанія же, съ цѣлью облегченія торговли акціями, приступила къ выпуску ассигнацій—въ теченіе нѣсколькихъ мѣсяцевъ ихъ было выпущено на 360 милл. ливр.

Дѣло кончилось, конечно, крахомъ, ибо въ концѣ концовъ выяснилось, что дивидендъ при высокомъ курсѣ акцій составлялъ минимальный процентъ, и тогда курсъ ихъ сталъ падать съ неимовѣрной быстротой.

Послѣ періода спекуляцій, вызванныхъ Ло, парижская биржа перемѣстилась изъ rue Quincampoix въ другія мѣста, но лишь въ 1724 г. была устроена оффиціальная биржа и установленъ

для нея регламентъ. Она была предназначена для торговли векселями, прочими торговыми бумагами и фондами. Регламентирована была и дѣятельность присяжныхъ биржевыхъ маклеровъ (agents de change), мѣстомъ дѣятельности которыхъ была отнынѣ исключительно оффиціальная биржа. Послѣдняя находилась до революціи на rue Vivienne, и присяжнымъ маклерамъ было отведено въ ней особое помѣщеніе, именуемое „parquet“. Прочіе же маклера и мелкіе спекулянты перенесли свою дѣятельность въ мѣста по сосѣдству отъ биржи—зачатки нынѣшней „кулиссы“.

Крупное значеніе для французской торговли и промышленности биржа пріобрѣла, однако, лишь въ XIX вѣкѣ; до того времени биржевая спекуляція обнимала лишь немногихъ лицъ и вызывала сильную азартную игру. Только въ XIX вѣкѣ фондовая биржа стала тѣмъ центральнымъ пунктомъ, въ которомъ сосредоточились какъ займы французскаго правительства и другихъ государствъ, такъ и выпуски акцій торгово-промышленныхъ предпріятій, тѣмъ элементомъ, который регулировалъ денежный рынокъ и на которомъ наиболѣе быстро и отчетливо ощущалась всякая перемѣна въ народномъ и міровомъ хозяйствѣ.

VII.

Наиболѣе поздно возникла биржа въ Германіи. Точнѣе, это была не одна биржа, какъ въ Нидерландахъ, Англіи, Франціи, а много отдѣльныхъ биржъ, соотвѣтственно распаденію Германіи на рядъ самостоятельныхъ государствъ. Въ первой половинѣ XVI ст. биржа появилась въ Аугсбургѣ и Нюрнбергѣ, во второй половинѣ того же столѣтія—въ Гамбургѣ и Кельнѣ. Въ началѣ XVII ст. о ней упоминается и въ другихъ нѣмецкихъ городахъ —Любекѣ, Кенигсбергѣ, Бременѣ, Франкфуртѣ-на-Майнѣ, Лейпцигѣ.

Однако, Аугсбургъ и Нюрнбергъ уже къ концу XVI ст. потеряли свое торговое значеніе; вмѣстѣ съ банкротствомъ испанскихъ и французскихъ королей, потеряли свои капиталы крупнѣйшія торговыя фирмы этихъ городовъ. Въ Кельнѣ, какъ и въ Гамбургѣ, Франкфуртѣ-на-Майнѣ и другихъ городахъ, биржа была создана нидерландцами, эмигрировавшими во время преслѣдованій Альбы. Эти биржи были организованы по нидерландскому образцу. Въ Кельнѣ вексельная биржа временно имѣла существенное значеніе. Но вскорѣ магистратъ сталъ преслѣдовать переселенцевъ—протестантовъ, ограничивать ихъ въ правахъ, стѣснять ихъ торговыя операціи. Они въ большомъ количествѣ

покинули городъ, и биржа снова опустѣла. Въ теченіе XVII вѣка сильно развилась торговля Гамбурга. Черезъ посредство Нидерландовъ онъ сталъ торговать всѣми тѣми товарами, которые шли въ Амстердамъ, т. е. прежде всего колоніальными товарами. Съ 1611 г. въ Гамбургѣ существовала постоянная факторія англійской компаніи Merchant adventurers, перенесенная туда изъ Антверпена, и Гамбургъ сталъ центромъ англійской торговли на континентѣ, прежде всего центромъ торговли англійскимъ сукномъ. Въ 1619 г. учрежденъ былъ и извѣстный Гамбургскій банкъ, устроенный по образцу амстердамскаго банка. Все это создало въ Гамбургѣ, крупнѣйшемъ нѣмецкомъ торговомъ центрѣ XVII—XVIII ст., оживленную товарную и вексельную биржу. Но крупной фондовой биржи въ Гамбургѣ не было еще и къ концу XVIII ст. Отдѣльные нѣмецкіе князья обращались, правда, къ гамбургской биржѣ при заключеніи займовъ, но имъ приходилось обыкновенно соглашаться на болѣе высокіе проценты, чѣмъ въ другихъ мѣстахъ. Постоянныхъ же фондовыхъ операцій въ Гамбургѣ еще не совершалось. Еще въ началѣ XIX ст. акціи единственной существовавшей тамъ акціонерной компаніи всего нѣсколько разъ въ годъ большими партіями продавались съ аукціона.

Еще меньше было значеніе прочихъ нѣмецкихъ биржъ. Главнымъ объектомъ ихъ дѣятельности являлись вексельныя, отчасти и товарныя операціи, сдѣлки въ области морского страхованія. Фондовой биржи не было, ибо до второй половины XVIII ст. въ Германіи не было почти совсѣмъ акціонерныхъ компаній; единичныя компаніи, учрежденныя въ XVII и первой половинѣ XVIII вѣка, весьма скоро прекратили свою дѣятельность. Еще въ XVIII ст. нѣмецкіе князья отправлялись на каждую франкфуртскую ярмарку или посылали туда своихъ приближенныхъ для разыскиванія денегъ у тамошнихъ капиталистовъ; послѣднимъ выдавались индивидуальныя облигаціи на небольшія суммы. Въ XVII—XVIII ст. Германія постоянно страдала отъ недостатка въ капиталахъ. Отсюда тѣ постоянныя затрудненія, съ которыми приходилось бороться Фридриху Великому и Маріи Терезіи при созданіи новыхъ отраслей промышленности, отсюда необходимость поддержки предпринимателей со стороны правительства, отсюда недолговѣчность вновь возникавшихъ мануфактуръ. Недостаткомъ капиталовъ объясняется и невозможность возникновенія оживленной фондовой биржи. Только во второй половинѣ XVIII ст. возникаютъ постепенно, подъ

вліяніемъ торговыхъ операцій, болѣе крупные капиталы, но и въ это время при учрежденіи, напр., прусскихъ акціонерныхъ компаній биржа принимала весьма небольшое участіе. Главнымъ акціонеромъ являлся король, нерѣдко кругъ акціонеровъ былъ ограниченъ, подписка открывалась лишь тогда, когда общество было вполнѣ учреждено.

Впрочемъ, въ XVIII вѣкѣ извѣстную роль уже играла франкфуртская и вѣнская биржа.

Франкфуртская ярмарка уже въ средніе вѣка имѣла значеніе не только для товарныхъ, но и для вексельныхъ операцій. Во второй половинѣ XVI ст. бѣглецы изъ Антверпена, поселившіеся въ Франкфуртѣ-на-Майнѣ, стали производить здѣсь и фондовыя операціи при помощи собственныхъ и чужихъ капиталовъ. Нѣмецкіе города и князья заключали здѣсь займы, но обыкновенно лишь краткосрочные и въ размѣрѣ не болѣе 50 тыс. талеровъ. Уже во время тридцатилѣтней войны процентъ на франкфуртской биржѣ понизился съ 6 до $4^1/_2$, двигаясь параллельно Амстердаму. Вообще, вексельныя и фондовыя операціи франкфурта находились въ тѣсной связи съ амстердамскими.

Только послѣ упадка Амстердама и его биржи въ послѣднія десятилѣтія XVIII вѣка биржевыя операціи оттуда частью перешли въ Франкфуртъ. Въ Франкфуртѣ появились облигаціи государствъ и городовъ на предъявителя и на круглыя суммы. Австрія, Пруссія, Данія обращались къ франкфуртской биржѣ. Но развитіе ея шло весьма медленно. Еще въ 1804 г. на биржѣ котировалось всего 26 бумагъ, но только для пяти изъ нихъ устанавливался курсъ. Нерѣдко заемъ, заключаемый при посредствѣ опредѣленнаго банкирскаго дома, размѣщался имъ среди собственныхъ кліентовъ, и публичной подписки вовсе не открывалось; заемъ въ $1^1/_2$ милл. талеровъ считался весьма крупнымъ, причемъ займы имѣли обыкновенно краткосрочный характеръ.

Постепенно это измѣнилось. Какъ можно усмотрѣть изъ займовъ, заключенныхъ Ротшильдами въ началѣ XIX ст., къ этому времени и благодаря Ротшильдамъ, техника и организація франкфуртской биржи значительно ушла впередъ. Увеличились размѣры заключаемыхъ займовъ; они пріобрѣли публичный характеръ; установилась биржевая спекуляція облигаціями — сдѣлки на срокъ, которыя къ концу XVIII ст. еще отсутствовали во Франкфуртѣ, постепенно входили въ употребленіе. Въ 1820 году во франкфуртскомъ биржевомъ бюллетенѣ появляется первая акція, въ 1836 г. находимъ акціи второго предпріятія (Ба-

варскаго ипотечнаго и вексельнаго банка), за которыми слѣдуютъ акціи нѣсколькихъ иностранныхъ желѣзнодорожныхъ обществъ. Въ 1863 году котировалось 63 фондовыхъ бумаги и акціи 26 предпріятій (12 желѣзнодорожныхъ, 5 банковыхъ, 2 страховыхъ и 7 промышленныхъ).

Одновременно съ франкфуртской, стала развиваться и вѣнская биржа. Въ 1771 г. была учреждена вѣнская вексельная и фондовая биржа. Цѣлью учрежденія „публичной биржи являлось установленіе мѣста, гдѣ бы могли встрѣчаться покупатели и продавцы публичныхъ бумагъ и черезъ посредство присяжныхъ маклеровъ производить куплю и продажу бумагъ и узнавать при помощи биржевыхъ бюллетеней ту цѣну, которая стояла наканунѣ на публичныя бумаги". По образцу парижской биржи (статутъ 1724 г.), былъ изданъ регламентъ вѣнской биржи 1771 года; запрещалось производство биржевыхъ операцій въ другихъ мѣстахъ, какъ и громкое объявленіе курса; надзоръ за биржей поручался правительственному чиновнику, тогда какъ въ Амстердамѣ, Лондонѣ и т. д. онъ находился въ рукахъ самихъ купцовъ. Въ 1810 году, по парижскому образцу, были установлены и входные билеты на биржу, которые выдавались только австрійскимъ купцамъ, входившимъ въ составъ различныхъ корпорацій. Два раза въ недѣлю допускались на биржу и лица, не принадлежавшія къ купеческимъ гильдіямъ. Несмотря на запрещенія, однако, существовали и кафе, въ которыхъ совершались биржевыя сдѣлки (т. наз. Winkelbörsen), и производилось громкое объявленіе цѣнъ на биржѣ въ особенности для пониженія курса (т. наз. Niederschreien der Kurse).

Въ Берлинѣ вексельная биржа существовала уже съ 1739 г. (Beurse-Ordnung), причемъ она находилась подъ особымъ покровительствомъ короля и была устроена рядомъ съ королевскимъ дворцомъ. Акціи учрежденныхъ Фридрихомъ Великимъ компаній (1769, 1772 г.г. и др.) также отчасти уже продавались на берлинской биржѣ, хотя неизвѣстно, имѣли ли эти операціи постоянный характеръ. Значительно позже объектомъ берлинской биржи стали государственныя бумаги; курсы прусскихъ бумагъ встрѣчаются въ биржевыхъ бюллетеняхъ Амстердама и Франкфурта за 1794/96 г.г., въ берлинскихъ же бюллетеняхъ не ранѣе 1806 г. Въ это время на берлинской биржѣ котировалось лишь нѣсколько курсовъ векселей и иностранной валюты. Фондовыя операціи въ Берлинѣ оживились лишь въ 1830-хъ годахъ, когда появились испанскіе займы и голландскія $2^1/_2$ проц. бумаги; де-

сять лѣтъ спустя, началась оживленная спекуляція желѣзнодорожными акціями. Съ 1830-хъ годовъ берлинская биржа, повидимому, уже сильно оживилась; на это указываетъ тотъ фактъ, что въ 1836 и 1840 г.г. были запрещены срочныя сдѣлки сначала съ испанскими, а затѣмъ и со всякими иными иностранными бумагами. Въ 1844 году были запрещены и срочныя сдѣлки съ желѣзнодорожными цѣнностями, выданными до уплаты полной суммы пая; число желѣзнодорожныхъ акцій успѣло вырости за 5 лѣтъ (1840—44 г.г.) съ 2 до 29. Съ этого времени начинается быстрый ростъ берлинской биржи, и всѣ прочія нѣмецкія биржи (крупнѣйшими являются: Гамбургская, Дрезденская, Лейпцигская, Мюнхенская, Кельнская и Бреславльская) оказались далеко позади ея. Въ 1848 году въ Берлинѣ котировалось 13 внутреннихъ и 17 иностранныхъ фондовъ и 45 желѣзнодорожныхъ акцій, въ 1870 году—87 фондовъ, 176 желѣзнодорожныхъ акцій и облигацій и 46 акцій банковыхъ и промышленныхъ предпріятій; на первомъ планѣ стояли, слѣдовательно, желѣзнодорожныя цѣнности. Въ 1910 г., напротивъ, число промышленныхъ акцій достигло 1101, тогда какъ число желѣзнодорожныхъ за 70 лѣтъ почти не измѣнилось—индустріальныя предпріятія стояли на первомъ планѣ. Общее же число котируемыхъ въ Берлинѣ цѣнностей достигло въ 1910 г. 2844, т. е. составляло въ 8—9 разъ болѣе, чѣмъ 40 лѣтъ тому назадъ.

Литература: *Ehrenberg.* Das Zeitalter der Fugger. 2 том. 1896.—*Его-же.* Makler, Hosteliers und Börse in Brügge vom 13 bis zum 16. Jahrhundert (въ *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht.* 1885.—*Его-же.* Die Amsterdamer Aktienspekulation im 17 Jahrhundert (въ *Jahrbücher für Nationalökonomie,* 3. Folge, B. III).—*Его-же.* Grosse Vermögen.—*Macaulay.* History of England, vol. IV.—*Andersen.* Historical and chronological deduction of the origin of commerce. Vol. II.—*Mensi.* Die Finanzen Oesterreichs 1701—1740 1890.—*Hilberg.* Das erste Jahrhundert der Wiener Börse 1891. — *Wirth.* Geschichte der Handelskrisen (русск. пер. *Макъ Виртъ.* Исторія торговыхъ кризисовъ въ Европѣ и Америкѣ. 1877).— *Spangenthal.* Geschichte der Berliner Börse. 1903.—*Vigne.* La banque à Lyon du XV au XVIII siècle 1903.—*Ricard.* Le négoce d'Amsterdam 1723. — *Laspeyres.* Geschichte der volkswirtschaftlichen Anschauungen der Niederländer 1863. — *Cochut.* Law, son système et son époque 1853. — *Horn.* John Law, ein finanzgeschichtlicher Versuch 1858.—*Levasseur.* Recherches historiques sur le système de Law 1854. — *Его-же.* Histoire du commerce de la France. T. I 1911. —*Wyston-Glynn.* John Law of Lauriston 1907. — *Sombart.* Die Juden und das Wirtschaftsleben 1910. (Русск. пер *В. Зомбартъ.* Евреи и хозяйственная жизнь).—*Его-же.* Der Bourgeois 1913.—*І. М. Кулишеръ.* Лекціи по исторіи экономическаго быта Западной Европы. 3 изд. 1913.

Фондовыя биржи въ Великобританіи.

Статья **А. М. Смирнова.**

Фондовыя биржи Великобританіи представляютъ своеобразный типъ организаціи, рѣзко отличающійся отъ устройства европейскихъ континентальныхъ биржъ. Характерная особенность британскихъ биржъ заключается въ томъ, что онѣ всѣ организованы, какъ частные, закрытые для постороннихъ союзы или корпораціи, пользующіеся полной свободой самоуправленія, и что онѣ совершенно независимы отъ государственной власти и не подчинены какому бы то ни было ея надзору. Прототипомъ и образцомъ устройства фондовыхъ биржъ Великобританіи является организація старѣйшей изъ нихъ, лондонской фондовой биржи (London Stock Exchange). Ея организацію заимствовали въ основныхъ чертахъ почти всѣ провинціальныя биржи.

Краткая исторія происхожденія Лондонской фондовой биржи. Фондовая торговля въ широкомъ смыслѣ въ Англіи начинаетъ развиваться въ концѣ XVII вѣка, когда появляется впервые въ этой странѣ публичный государственный долгъ и выпускаются первыя акціи вновь созданныхъ акціонерныхъ компаній. Торговцы этими первыми фондами собирались для заключенія сдѣлокъ въ существовавшей въ Лондонѣ съ 1567 г. общей товарной биржѣ, получившей названіе Королевской биржи (Royal Exchange). Здѣсь фондовая торговля производилась, наряду съ биржевыми операціями, со всевозможными другими товарами. Но очень скоро число фондовыхъ спекулянтовъ настолько возросло, что имъ не хватало мѣста на Королевской биржѣ.

Въ 1698 году фондовые торговцы покинули Королевскую биржу и заняли свободныя мѣста Change Alley, а также расположенныя на ней кофейни (coffeehouses). Другими мѣстами собраній фондовыхъ спекулянтовъ стали также ротонда Англійскаго Банка, помѣщенія южно-океанской и Остъ-Индской компаній.

Но неудобства такой разбросанности и отсутствія всякой организаціи фондовой торговли начинаютъ ощущаться уже во второй половинѣ XVIII-го вѣка. Дѣлаются попытки объединиться для этой цѣли въ клубъ и обзавестись собственнымъ помѣщеніемъ. Въ 1773 году на собраніи маклеровъ и спекулянтовъ было рѣшено оставить Change Alley и кофейни и совершать впредь биржевыя операціи въ пріобрѣтенномъ для этой цѣли собственномъ зданіи на углу Threadneedle Street. Это зданіе, хотя и сохранило видъ кофейни, но на немъ впервые была сдѣлана надпись „Stock Exchange“. Для поддержанія биржевого зданія въ порядкѣ постановлено было взимать со всѣхъ посѣщающихъ биржевыя собранія, одинаково членовъ и постороннихъ, по 6 пенсовъ за входъ. Торговля иностранными фондами продолжалась еще нѣкоторое время на Королевской биржѣ, а рынкомъ англійскихъ государственныхъ бумагъ была до 1834 г. ротонда Англійскаго Банка.

Хотя уже въ 1773 г. были созданы нѣкоторые зачатки организаціи фондовой торговли, но положеніе дѣлъ было во многихъ отношеніяхъ неудовлетворительнымъ. Благодаря свободному доступу на биржу всѣхъ и каждаго, уплатившаго 6 пенсовъ, въ фондовой торговлѣ стало принимать участіе множество сомнительныхъ и недобросовѣстныхъ элементовъ. Это вызвало стремленіе въ кругахъ наиболѣе видныхъ маклеровъ и спекулянтовъ отграничить себя отъ постороннихъ биржѣ лицъ. Рѣшено было построить новое зданіе биржи, собравъ нужный капиталъ путемъ подписки на акціи, и разрѣшать доступъ на биржу лишь членамъ корпораціи. Открытіе биржи въ новомъ зданіи въ Capel Court послѣдовало въ 1802 г. Въ томъ же мѣстѣ лондонская фондовая биржа находится и въ настоящее время. Съ переходомъ въ новое зданіе и начинается собственно существованіе лондонской фондовой биржи въ ея современномъ видѣ, какъ самоуправляющейся частной корпораціи.

Въ 1802 г. лондонская фондовая биржа становится не только закрытымъ для постороннихъ рынкомъ и новые члены принимаются путемъ баллотировки, но уже тогда кладется основаніе современной организаціи управленія ея выборнымъ комитетомъ, облеченнымъ широкими полномочіями. Первый печатный биржевой уставъ появляется въ 1812 г. Первый оффиціальный курсовой бюллетень издается въ 1803 году. Въ дальнѣйшемъ своемъ развитіи организація лондонской фондовой биржи въ своихъ основныхъ чертахъ не измѣняется, но отдѣльныя второстепенныя постановленія ея устава многократно пересматриваются, до-

полняются и совершенствуются, въ соотвѣтствіи съ требованіями растущаго биржевого оборота и обнаружившимися недочетами отдѣльныхъ правилъ. Въ 1842 г. учреждается первая провинціальная биржа въ Ливерпулѣ, а въ 1844 г., по ея примѣру, въ Глазго и Манчестерѣ. Во второй половинѣ XIX в. возникаютъ фондовыя биржи и во всѣхъ другихъ болѣе или менѣе крупныхъ городахъ Великобританіи.

Современная организація Лондонской фондовой биржи. Органы управленія биржей. Бюро управляющихъ. Биржевой комитетъ. Полномочія комитета. Лондонская фондовая биржа является союзомъ гражданскаго права, своеобразнымъ клубомъ, возникшимъ по иниціативѣ фондовыхъ маклеровъ и спекулянтовъ. Путемъ частнаго соглашенія этотъ союзъ установилъ свою собственную организацію, безъ какого бы то ни было участія и утвержденія со стороны государственной власти, и пользуется безусловной свободой самоуправленія, безъ всякаго вмѣшательства правительственныхъ органовъ. Самое зданіе биржи не составляетъ собственности биржевой корпораціи, а принадлежитъ акціонерной компаніи. Акціями этой компаніи владѣютъ не только члены биржи, но и посторонія лица, участвовавшія своимъ капиталомъ въ сооруженіи и перестройкахъ биржевого зданія. Акціи биржи приносятъ довольно крупный доходъ, получающійся отъ членскихъ взносовъ. За 1910 г. онѣ дали дивидендъ въ 100% нарицательной своей стоимости [1]).

Организація лондонской фондовой биржи покоится на писанной конституціи, такъ наз. документѣ объ учрежденіи (Deed of settlement), заключающемъ главныя основы ея управленія, пересмотръ которыхъ можетъ быть произведенъ лишь съ согласія собранія всѣхъ членовъ биржи, и на уставѣ, носящемъ названіе „правилъ и установленій лондонской фондовой биржи“ (Rules and Regulations of the London Stock Exchange). Послѣднія могутъ измѣняться, по мѣрѣ надобности, по постановленію биржевого комитета [2]).

Высшимъ органомъ управленія лондонской фондовой биржей является выборный биржевой комитетъ, называющійся комитетомъ для общихъ цѣлей (Committee for general purposes). Въ его рукахъ сосредоточены всѣ нити управленія и функціи биржевой власти, кромѣ завѣдыванія биржевымъ хозяйствомъ и зданіемъ.

[1]) См. „The Economist“, 8 April 1911.

[2]) Текстъ устава и правилъ лондонской фондовой биржи данъ въ приложеніи къ книгѣ *W. A. Bewes.* Stock Exchange law and practice. London 1911.

Послѣднее, такъ какъ зданіе биржи принадлежитъ акціонерной компаніи, находится въ вѣдѣніи избираемаго акціонерами правленія, подъ названіемъ бюро управляющихъ (Board of managers and trustees), состоящаго изъ 9 лицъ. Такая двойственность въ управленіи биржей представляетъ, конечно, извѣстныя неудобства, тѣмъ болѣе, что интересы комитета и бюро управляющихъ, стремящихся доставить акціонерамъ наибольшій дивидендъ, не всегда совпадаютъ. Попытки устранить это положеніе вещей—путемъ сосредоточенія акцій биржи, а вмѣстѣ съ тѣмъ и хозяйственнаго управленія, въ рукахъ однихъ только ея членовъ,—дѣлались нѣсколько разъ. Въ 1904 г. было съ указанной цѣлью внесено въ уставъ правило, въ силу котораго всякій принимаемый вновь въ члены биржи долженъ быть ея акціонеромъ. Но до сихъ поръ эта цѣль не была достигнута: въ 1911 году изъ 5091 членовъ биржи только 2094 были ея акціонерами [1]).

Биржевой комитетъ состоитъ изъ 30 лицъ, избираемыхъ ежегодно въ мартѣ мѣсяцѣ общимъ собраніемъ членовъ биржи на одинъ годъ, начинающійся 25-ымъ марта. Для того, чтобы быть избраннымъ въ члены комитета, требуется, кромѣ безупречной порядочности и честности, состоять членомъ биржи не менѣе 5 лѣтъ. Въ первомъ же своемъ засѣданіи комитетъ избираетъ изъ своей среды предсѣдателя (chairman), его замѣстителя (deputy-chairman) и изъ среды всѣхъ членовъ биржи — секретаря. Регулярныя засѣданія комитета происходятъ еженедѣльно. Званіе предсѣдателя и членовъ комитета считается весьма почетнымъ, и на эти должности попадаютъ наиболѣе видные и уважаемые члены биржи.

Комитетъ лондонской фондовой биржи облеченъ чрезвычайно широкими полномочіями и въ дѣйствительности является всемогущимъ органомъ биржевого управленія. Въ его рукахъ сосредоточена вся законодательная, судебная, дисциплинарная и административная власть биржевой корпораціи. Комитетъ имѣетъ право измѣнять биржевой уставъ и правила торговли и издавать по мѣрѣ надобности новыя. Внѣ его власти—лишь постановленія устава, касающіяся порядка выборовъ, засѣданій и полномочій самого комитета, представляющія основной законъ биржи, для измѣненія котораго требуется одобреніе общаго собранія членовъ биржи. Комитетъ является также высшимъ биржевымъ судомъ. Всѣ споры, возникающіе между членами по поводу заключенныхъ на

[1]) См. „The Economist“, 15 April 1911.

биржѣ сдѣлокъ, если они касаются общихъ интересовъ фондовой биржи, подлежатъ его судебному разбирательству. Комитетомъ разсматриваются также жалобы, направленныя противъ членовъ биржи, возбужденныя не-членомъ, если послѣдній заранѣе согласится подчиниться рѣшенію комитета. Споры, не затрагивающіе общихъ интересовъ биржи, разрѣшаются обыкновенно назначенными комитетомъ третейскими судьями. По спорамъ, возникшимъ по поводу биржевой торговли, членамъ биржи запрещается безъ согласія комитета обращаться въ общіе суды, даже если противная сторона не состоитъ членомъ. Комитету принадлежитъ затѣмъ чрезвычайно широкая дисциплинарная власть надъ всѣми членами биржи. За нарушеніе порядка на биржѣ, неприличное поведеніе, нечестный образъ дѣйствій при заключеніи и исполненіи своихъ обязательствъ, за неподчиненіе биржевымъ правиламъ, требованіямъ и рѣшеніямъ комитета, послѣдній имѣетъ право налагать на виновныхъ дисциплинарныя взысканія—отъ штрафовъ и временнаго удаленія до постояннаго исключенія изъ биржевой корпораціи. Всѣ эти дисциплинарныя наказанія налагаются комитетомъ въ спеціально созванномъ для того засѣданіи квалифицированнымъ большинствомъ $^2/_3$ голосовъ, при кворумѣ не ниже 12 членовъ. Необходимо замѣтить, что исключеніе изъ биржевой корпораціи является чрезвычайно тяжелымъ наказаніемъ, равносильнымъ нерѣдко разоренію, въ виду несовмѣстимости, какъ увидимъ ниже, званія члена биржи со всякими другими торговыми занятіями, кромѣ фондовой торговли. Какъ высшій административный органъ биржи, комитетъ слѣдитъ за порядкомъ на биржевыхъ собраніяхъ, назначаетъ всѣхъ служащихъ, надзираетъ за вспомогательными биржевыми учрежденіями, за составленіемъ курсового бюллетеня, принимаетъ новыхъ членовъ, допускаетъ къ оффиціальной котировкѣ новыя цѣнныя бумаги, назначаетъ ликвидаціонные сроки, регулируетъ биржевую торговлю дополняющими и разъясняющими уставъ постановленіями.

Въ нѣкоторыхъ частяхъ управленія биржей комитету содѣйствуютъ назначаемые имъ изъ своей среды подкомитеты, но главная тяжесть работы сосредоточена на лондонской фондовой биржѣ въ рукахъ самого комитета. Большинство рѣшеній комитета вступаетъ въ законную силу лишь по утвержденіи ихъ въ слѣдующемъ засѣданіи комитета. Не требуется такого утвержденія для постановленій, касающихся закрытія биржи въ опредѣленные дни, принятія новыхъ членовъ, исключенія или удаленія членовъ, не исполняющихъ своихъ обязательствъ, на-

значенія спеціальныхъ ликвидаціонныхъ сроковъ и допущенія къ оффиціальной котировкѣ цѣнныхъ бумагъ. Всѣ рѣшенія комитета, принятыя установленнымъ порядкомъ, являются окончательными и не допускаютъ никакого обжалованія, въ виду неподчиненія лондонской фондовой биржи какому бы то ни было надзору и контролю со стороны государства. Но члены биржи гарантированы отъ произвола и необдуманныхъ рѣшеній комитета благодаря тому, что комитетъ ежегодно ими переизбирается. Поэтому представляется маловѣроятнымъ, чтобы постановленія комитета могли сколько-нибудь долгое время расходиться съ мнѣніемъ и настроеніемъ большинства биржевого собранія. Диктаторская власть комитета необходима при частномъ характерѣ организаціи лондонской фондовой биржи, въ интересахъ правильнаго развитія и функціонированія этого самаго крупнаго въ мірѣ и имѣющаго чрезвычайно важное общественное значеніе фондоваго рынка.

Условія принятія въ члены лондонской фондовой биржи. Обязанности членовъ биржи. Лондонская фондовая биржа, какъ выше указывалось, является закрытымъ для постороннихъ фондовымъ рынкомъ. Правомъ доступа на нее пользуются только члены биржи и ихъ торговые служащіе — клерки. Но заключать на ней биржевыя сдѣлки могутъ только члены и лишь при соблюденіи особыхъ условій спеціально уполномоченные на то клерки. Для постороннихъ лицъ доступъ на лондонскую фондовую биржу совершенно закрытъ, даже въ качествѣ зрителей. Смѣльчаки, которые пытались нарушить это запрещеніе, подвергались обыкновенно оскорбленіямъ со стороны членовъ и съ позоромъ изгонялись. Любопытно, что когда покойный король Эдуардъ VII, будучи принцемъ Уэльскимъ, пожелалъ посѣтить биржу инкогнито, чтобы видѣть ее въ разгарѣ дѣлового оживленія, то, по совѣту приближенныхъ, ему пришлось отказаться отъ своего плана. Возникли опасенія, что принцъ можетъ быть не узнанъ и подвергнуться оскорбленіямъ, какъ посторонній [1]). Пришлось поэтому ограничиться оффиціальнымъ визитомъ съ заблаговременнымъ предупрежденіемъ комитета, но при такомъ посѣщеніи увидѣть самой биржевой торговли принцу Уэльскому не удалось.

Принятіе въ члены лондонской фондовой биржи обставлено цѣлымъ рядомъ требованій, имѣющихъ цѣлью обезпечить вы-

[1]) См. *Duguid.* The Story of the Stock Exchange, стр. 310—311.

сокій уровень нравственной и дѣловой порядочности, интеллигентности и имущественной солидности лицъ, занимающихся въ видѣ промысла фондовой торговлей. Такія строгія требованія къ своимъ членамъ, какъ при допущеніи ихъ на биржу, такъ и во время пребыванія на ней, не предъявляетъ ни одна биржа міра. Въ настоящее время порядокъ принятія въ члены лондонской биржи слѣдующій. Принятіе новыхъ членовъ, а также обратное допущеніе на биржу временно удаленныхъ членовъ происходитъ разъ въ годъ и производится въ спеціальномъ засѣданіи комитета въ первый понедѣльникъ марта мѣсяца. Чтобы сдѣлаться членомъ лондонской фондовой биржи,—требуется, прежде всего, быть британскимъ подданнымъ, совершеннолѣтнимъ и представить, въ случаѣ требованія комитета, доказательства своей добропорядочности. Иностранцы, ставшіе британскими подданными, могутъ ходатайствовать о принятіи въ члены биржи не ранѣе, какъ черезъ 2 года послѣ ихъ натурализаціи и послѣ пребыванія въ Англіи не менѣе 7 лѣтъ. Не допускаются въ члены биржи директора и служащіе акціонерныхъ компаній, въ томъ числѣ и акціонерныхъ банковъ, и другихъ торговыхъ предпріятій, не занимающихся въ качествѣ спеціальности фондовой торговлей; лица, жены которыхъ занимаются торговымъ промысломъ, и лица, являющіяся товарищами или пайщиками предпріятій и учрежденій, занимающихся фондовой торговлей внѣ лондонской фондовой биржи. Послѣднее постановленіе имѣетъ въ виду запретить доступъ на лондонскую биржу членамъ провинціальныхъ биржъ, а также владѣльцамъ внѣ-биржевыхъ маклерскихъ фирмъ, т. наз. bucket shops. Точно также не допускаются въ члены биржи обанкротившіеся, если они не удовлетворили затѣмъ своихъ кредиторовъ полностью. Оказавшіеся банкротами болѣе двухъ разъ ни въ какомъ случаѣ не могутъ быть приняты въ члены биржи.

Кромѣ указанныхъ положительныхъ и отрицательныхъ условій, биржевыя правила устанавливаютъ цѣлый рядъ другихъ требованій. Съ 25 ноября 1904 г. существуетъ два способа принятія новыхъ членовъ, установленныхъ въ связи съ требованіемъ отъ вновь избираемыхъ въ члены состоять акціонерами биржи.

Первый способъ имѣетъ въ виду постороннихъ биржѣ лицъ и состоитъ въ томъ, что члены биржи, оставляющіе биржевую торговлю, а также законные представители умершихъ членовъ, пріобрѣтаютъ право рекомендаціи, назначенія (nomination) взамѣнъ себя кандидатовъ, передавая имъ по взаимному соглашенію

акціи биржи, которыми они должны владѣть. Воспользоваться этимъ правомъ можно лишь одинъ разъ, причемъ лица, ставшія членами по рекомендаціи, пріобрѣтаютъ это право лишь послѣ 4-лѣтняго пребыванія членами биржи. Лица обанкротившіяся, исключенныя или временно удаленныя съ биржи не обладаютъ правомъ рекомендаціи. Но слѣдуетъ имѣть въ виду, что несмотря на такую рекомендацію, биржевой комитетъ можетъ отказать въ принятіи въ члены кандидата, если онъ не удовлетворяетъ другимъ условіямъ. Другой порядокъ принятія примѣняется по отношенію къ лицамъ, служившимъ на биржѣ въ качествѣ клерковъ (торговыхъ служащихъ) членовъ, по крайней мѣрѣ, 3 года. Указанныя лица могутъ ходатайствовать о занесеніи ихъ въ кандидатскій списокъ въ члены биржи, составляемый комитетомъ, опредѣляющимъ, сколько членовъ не по рекомендаціи можетъ быть избрано на слѣдующій годъ. Оба вида кандидатовъ въ члены биржи должны передъ своимъ избраніемъ представить комитету поручителей, которыми могутъ быть лишь наличные члены биржи, пробывшіе на ней не менѣе 4 лѣтъ и всегда исполнявшіе всѣ свои биржевыя обязательства. Кандидаты въ члены биржи по рекомендаціи обязаны имѣть 3 такихъ поручителей. Каждый изъ нихъ удостовѣряетъ добропорядочность кандидата и отвѣчаетъ за него въ размѣрѣ 500 ф. стерл. Въ случаѣ неисполненія принятымъ въ члены своихъ обязательствъ по биржевымъ сдѣлкамъ въ первые 4 года пребыванія на биржѣ, указанная сумма поступаетъ на удовлетвореніе его кредиторовъ. Поручители должны хорошо знать лицо, за которое они ручаются, и представить комитету самыя подробныя свѣдѣнія о его кредитоспособности, матеріальномъ положеніи и другихъ качествахъ. Въ биржевомъ уставѣ содержится, кромѣ того, рядъ правилъ, имѣющихъ цѣлью придать институту поручительства дѣйствительную силу и значеніе. Такъ, въ интересахъ безпристрастія, запрещается выступать поручителемъ за своего бывшаго клерка. Въ случаѣ вступленія въ товарищество со своимъ поручителемъ, ручательство послѣдняго считается прекратившимся и требуется замѣна его новымъ поручителемъ. Поручителемъ не можетъ быть членъ биржи, поручительство за котораго еще не окончилось, т. е. въ первые 4 года состоянія на биржѣ. Наконецъ, не допускается быть одновременно поручителемъ болѣе чѣмъ за 3 лицъ. Кандидаты въ члены биржи изъ клерковъ, прослужившихъ на биржѣ не менѣе 3 лѣтъ, принимаются на болѣе льготныхъ условіяхъ, чѣмъ кандидаты по рекомендаціи. Клерки обязаны имѣть всего 2 поручи-

телей, причемъ каждый изъ нихъ ручается всего въ размѣрѣ 300 ф. стерл. Съ 1904 г. вновь поступающіе члены обязаны пріобрѣсти акціи биржи: принятые на основаніи рекомендаціи—3 акціи, принятые по кандидатскому списку, т. е. клерки, всего 1 акцію. Это новое правило, преслѣдующее цѣль сосредоточить владѣніе акціями биржи въ рукахъ ея членовъ, въ довольно значительной степени повысило имущественный цензъ, необходимый для принятія въ члены лондонской фондовой биржи. Подъ вліяніемъ этого правила сильно возросъ спросъ на акціи биржи, и цѣна акціи поднялась сразу до 900 ф. ст., но затѣмъ она упала и сейчасъ нѣсколько ниже. Вступительный взносъ при принятіи въ члены биржи составляетъ: для принимаемыхъ по рекомендаціи 500 ф. ст., а для принимаемыхъ изъ клерковъ 150 ф. ст. Ежегодный членскій взносъ составляетъ 40 ф. ст. Облегченныя условія допущенія въ члены биржи клерковъ объясняются тѣмъ, что въ интересахъ биржевой корпораціи принять въ свою среду лицъ, знакомыхъ съ фондовой торговлей, благодаря своей службѣ на биржѣ, притомъ работавшихъ на глазахъ у всѣхъ и зарекомендовавшихъ себя съ хорошей стороны. Изъ указанныхъ выше, какъ и изъ ряда другихъ постановленій устава, можно замѣтить, что лондонскія биржевыя правила оказываютъ при принятіи новыхъ членовъ большее предпочтеніе нравственному цензу и цензу интеллигентности передъ требованіемъ высокой имущественной состоятельности. Если ходатайство о принятіи въ члены отклонено комитетомъ, то возобновить его можно не раньше, какъ черезъ годъ. Характерной особенностью лондонской фондовой биржи является то, что принятіе въ члены не является окончательнымъ и дѣйствительно только на одинъ годъ. Ежегодно всѣ члены биржевой корпораціи подвергаются новой баллотировкѣ, подлежатъ переизбранію комитетомъ. Это даетъ возможность комитету устранять всѣ нежелательные элементы безъ особыхъ объясненій. Но случаи удаленія такимъ путемъ чрезвычайно рѣдки. Обыкновенно всѣ наличные члены переизбираются вновь.

Всѣ указанныя правила преслѣдуютъ цѣль затруднить доступъ на биржу сомнительнымъ въ нравственномъ отношеніи и несолиднымъ въ имущественномъ отношеніи спекулянтамъ. Но, сверхъ того, въ биржевомъ уставѣ содержится цѣлый рядъ постановленій, касающихся обязанностей наличныхъ членовъ биржи и ограничивающихъ ихъ дѣятельность въ разныхъ направленіяхъ. Такъ, члены биржи не имѣютъ права заниматься другими торговыми профессіями, кромѣ фондовой торговли, имъ запре-

щается вступать въ товарищество съ не состоящими членами биржи. О всякомъ заключеніи товарищескаго договора членъ биржи обязанъ своевременно сообщить комитету. Эти правила преслѣдуютъ цѣль облегчить комитету контроль за имущественнымъ положеніемъ членовъ биржи и придать большую обезпеченность биржевой торговлѣ. Членамъ биржи запрещается заключать сдѣлки съ служащими безъ согласія ихъ хозяевъ, съ удаленными съ биржи, вслѣдствіе несостоятельности, членами. Всѣ принятыя на себя биржевыя обязательства должны быть точно и аккуратно исполняемы. Лица, не исполнившія своихъ обязательствъ по заключеннымъ на биржѣ сдѣлкамъ, объявляются публично на биржѣ путемъ стучанія молоткомъ несостоятельными должниками и удаляются съ нея. Ликвидація ихъ обязательствъ производится подъ наблюденіемъ комитета назначенными имъ попечителями. Въ общемъ, комитетъ чрезвычайно строго относится къ лицамъ, не исполняющимъ своихъ обязательствъ. Бывали случаи временнаго удаленія изъ биржевой корпораціи членовъ, забывшихъ уплатить мелкіе частные долги. Комитетъ требуетъ исполненія всякихъ принятыхъ на себя обязательствъ, даже такихъ, которыя по общимъ законамъ страны считаются ничтожными. Благодаря этому, при полной независимости лондонской фондовой биржи отъ государственной власти, оставались по отношенію къ членамъ биржи мертвой буквой всѣ постановленія государственныхъ законовъ, издававшіяся отъ времени до времени для борьбы съ эксцессами фондовой спекуляціи, запрещавшія и признававшія недѣйствительными тѣ или другіе виды биржевыхъ сдѣлокъ. Обратное принятіе временно удаленныхъ съ биржи несостоятельныхъ должниковъ обставлено цѣлымъ рядомъ спеціальныхъ условій. Въ случаѣ поступленія отъ нихъ ходатайства о принятіи на биржу, ихъ имущественное положеніе, характеръ и причины несостоятельности, а также всѣ разсчеты съ кредиторами подробно изслѣдуются особой подкомиссіей комитета (subcommittee on defaulters). Принятіе зависитъ отъ усмотрѣнія комитета, который руководится при этомъ заключеніемъ указанной подкомиссіи. Если несостоятельность произошла до истеченія 4-лѣтняго пребыванія въ качествѣ члена биржи, то для обратнаго поступленія на биржу требуется постановленіе комитета квалифицированнымъ большинствомъ $^2/_3$ голосовъ. Покидающіе биржу члены должны сдѣлать объ этомъ письменное заявленіе комитету и считаются выбывшими лишь послѣ исполненія и ликвидаціи всѣхъ своихъ биржевыхъ обязательствъ.

Дѣленіе членовъ биржи на маклеровъ и спекулянтовъ. Одной изъ своеобразныхъ особенностей лондонской фондовой биржи является дѣленіе ея полноправныхъ членовъ на двѣ рѣзко отграниченныя другъ отъ друга группы: на маклеровъ (stockbrokers или brokers) и на спекулянтовъ (jobbers), называемыхъ также торговцами (dealers). Маклеръ имѣетъ право заниматься только посредничествомъ при заключеніи сдѣлокъ, можетъ исполнять лишь комиссіонныя порученія другихъ лицъ по покупкѣ и продажѣ фондовъ на биржѣ. Заключать сдѣлки за свой счетъ ему запрещается. Спекулянтъ или торговецъ, напротивъ, пользуется правомъ вести только самостоятельную торговлю, можетъ заключать сдѣлки только за свой счетъ и отъ своего имени. Исполнять посредническія функціи въ фондовой торговлѣ ему строго воспрещено. Задача этого раздѣленія функцій маклера и спекулянта—оградить интересы публики, лишенной возможности контролировать исполненіе своихъ порученій, въ виду закрытія для нея доступа на биржу. Благодаря ему, маклеръ становится незаинтересованнымъ посредникомъ, могущимъ разсчитывать только на маклерскую провизію. Такъ какъ запрещеніе выступать въ двойной роли маклера и спекулянта иногда не соблюдалось и обходилось, то комитетомъ былъ изданъ въ 1909 г. рядъ новыхъ правилъ, еще сильнѣе разграничивающихъ обѣ эти функціи.

Въ настоящее время всякій членъ биржи при своемъ принятіи долженъ сдѣлать заявленіе комитету, предполагаетъ ли онъ дѣйствовать въ качествѣ маклера или самостоятельнаго спекулянта. Въ случаѣ желанія измѣнить родъ дѣятельности, требуется за мѣсяцъ заявить объ этомъ комитету, который вывѣшиваетъ соотвѣтствующее объявленіе на биржѣ. Послѣдствіемъ несовмѣстимости обоихъ этихъ занятій является запрещеніе маклерамъ вступать въ товарищество съ спекулянтами-торговцами, и наоборотъ. По новымъ правиламъ, самостоятельный торговецъ не смѣетъ заключать сдѣлокъ съ не-членами биржи. Исключеніемъ являются арбитражныя операціи внѣ Соединеннаго Королевства, совершать которыя позволяется съ особаго разрѣшенія комитета и съ не-членами лондонской фондовой биржи, но при этомъ маклеръ не имѣетъ права дѣйствовать въ роли спекулянта, а спекулянтъ въ роли маклера. Арбитражныя операціи съ провинціальными биржами, называемыя shunting business, спекулянтамъ совершенно запрещаются. На лондонской фондовой биржѣ около 3300 спекулянтовъ и около 1700 маклеровъ. Маклеръ является, такимъ образомъ, посредствующимъ звеномъ между публикой и биржей.

Такъ какъ банки и ихъ представители не имѣютъ доступа на биржу, не могутъ быть по правиламъ ея членами, то имъ приходится исполнять, какъ собственныя фондовыя операціи, такъ и комиссіонныя фондовыя порученія своихъ кліентовъ, чрезъ посредство биржевыхъ маклеровъ. Единственнымъ источникомъ дохода маклера на биржѣ является получаемое имъ вознагражденіе за исполненіе чужихъ порученій. Что касается размѣровъ маклерской провизіи, то до 1912 года она устанавливалась по свободному соглашенію, хотя и существовали для большинства бумагъ принятыя обычаемъ нормы. Въ маѣ 1912 г. была установлена комитетомъ и одобрена референдумомъ всѣхъ членовъ биржи, такъ какъ вопросъ вызывалъ большія разногласія, твердая скáла маклерской провизіи, понижать которую строго воспрещается. Нормировка минимума маклерской провизіи касается большинства обращающихся на биржѣ фондовъ. Ставки различаются въ зависимости отъ рода бумагъ, а для нѣкоторыхъ дивидендныхъ бумагъ и въ зависимости отъ высоты стоимости одной акціи. Для государственныхъ фондовъ маклерская провизія составляетъ $^1/_8\%$, для желѣзно-дорожныхъ и другихъ облигацій на предъявителя $^1/_4\%$, для акцій градація ставокъ маклерской провизіи довольно сложна и потому не можетъ быть здѣсь приведена [1]). Въ сдѣлкахъ съ незначительнымъ количествомъ бумагъ (до 1,000 фунтовъ стерлинговъ) разрѣшается понижать провизію, но не болѣе, чѣмъ на половину. Одной изъ побудительныхъ причинъ нормировки маклерской провизіи было стремленіе затруднить биржевыя операціи постороннихъ маклеровъ и такъ называемыхъ bucket shops (см. ниже, въ концѣ статьи). Поэтому разрѣшается возвращать $^1/_2$ маклерской провизіи только банкамъ и агентамъ (remisiers) биржевыхъ маклеровъ.

Контрагентомъ маклера на биржѣ является спекулянтъ, самостоятельный торговецъ. Всякій спекулянтъ обыкновенно спеціализируется въ торговлѣ какимъ-либо однимъ видомъ фондовъ, принадлежитъ къ особому „рынку“. „Рынкомъ“ называется часть биржевого зала, гдѣ собираются занимающіеся торговлей извѣстными фондами спекулянты. Такихъ отдѣльныхъ „рынковъ“ (markets) на лондонской фондовой биржѣ очень много. Такъ существуетъ особый рынокъ для „giltedged securities“—государственныхъ фондовъ, рынокъ „jankees“—американскихъ бумагъ, главнымъ образомъ желѣзно-дорожныхъ, „Kaffir Circus“—рынокъ акцій

[1]) См. „The Economist“ №№ отъ 9, 13 марта и 25 мая 1912 г.

южно-африканскихъ золотыхъ розсыпей, „Home rails“—рынокъ акцій англійскихъ желѣзныхъ дорогъ и много другихъ. Спеціализація фондовыхъ торговцевъ и предоставленіе имъ особыхъ мѣстъ въ биржевомъ залѣ въ извѣстной степени наблюдается и на другихъ крупныхъ фондовыхъ биржахъ, но на лондонской фондовой биржѣ она имѣетъ болѣе ясно выраженный и постоянный характеръ. Въ этой спеціализаціи спекулянтовъ, а также въ разграниченіи функцій маклера и торговца усматривается обыкновенно одно изъ проявленій присущаго англійскому биржевому и банковому строю принципа раздѣленія труда.

Клерки. Кромѣ полноправныхъ членовъ, правомъ доступа на биржу пользуются ихъ торговые служащіе, называемые клерками. Условія допущенія ихъ на биржу опредѣляются въ биржевыхъ правилахъ, а самое допущеніе рѣшается комитетомъ по ходатайству заинтересованныхъ членовъ. Лица, принимаемыя въ составъ клерковъ, должны удовлетворять почти всѣмъ тѣмъ требованіямъ, которыя предъявляются къ поступающимъ въ члены биржи, кромѣ поручительства и владѣнія акціями биржи. Клерки дѣлятся на двѣ категоріи: на уполномоченныхъ (authorized) и на не уполномоченныхъ (anauthorized).

Каждый членъ биржи имѣетъ право держать лишь опредѣленное число клерковъ, ограниченное въ уставѣ. Уполномоченные клерки, которыми могутъ быть лишь совершеннолѣтніе и служившіе на биржѣ простыми клерками не менѣе 2 лѣтъ, получаютъ право совершать на биржѣ сдѣлки отъ имени своего хозяина—члена биржи. О выдачѣ такого полномочія, а также о прекращеніи его, члены биржи обязаны своевременно сдѣлать заявленіе комитету, которое вывѣшивается на биржѣ. Уполномоченными клерками могутъ быть и члены биржи, но тогда они лишаются права заключать сдѣлки отъ своего имени.

Не уполномоченные или простые клерки, которыми могутъ быть лица не моложе 17 лѣтъ, являются второстепенными служащими членовъ биржи, они помогаютъ послѣднимъ при заключеніи сдѣлокъ и при разсчетахъ и работаютъ или на самой биржѣ, или въ ея разсчетной палатѣ. Въ послѣднемъ случаѣ они не имѣютъ права доступа на самую биржу. Обѣ категоріи клерковъ обязаны при поступленіи внести вступительный взносъ, въ 50 ф. ст. уполномоченные и въ 10 ф. ст. простые клерки, и уплачивать ежегодный взносъ: первые—30 ф. ст., вторые—10 ф. ст. Всѣ клерки подчинены надзору и дисциплинарной власти комитета наравнѣ съ

полноправными членами биржи. Исключеніе или удаленіе съ биржи члена ведетъ за собой и удаленіе его клерковъ.

Общій ходъ биржевой торговли. Въ отличіе отъ континентальныхъ фондовыхъ биржъ, лондонская биржа является фондовымъ рынкомъ въ узкомъ смыслѣ. Торговля иностранными векселями-девизами, сортами денегъ и драгоцѣнными металлами происходитъ на особой, Королевской биржѣ (Royal Exchange). Собранія на послѣдней происходятъ два раза въ недѣлю. Лондонская фондовая биржа открыта для оффиціальной торговли ежедневно, кромѣ воскресеній, большихъ праздниковъ и т. наз. банковыхъ праздниковъ (bank holidays). Послѣ закрытія биржи продолжается довольно оживленная торговля на прилегающихъ къ ней улицахъ, главнымъ образомъ, въ американскихъ бумагахъ, заключительные курсы которыхъ на нью-іоркской биржѣ становятся извѣстными въ Лондонѣ лишь около 4 ч. дня. Заинтересованныя въ этой торговлѣ лица неоднократно ходатайствовали объ ея легализаціи передъ комитетомъ и о допущеніи ея въ зданіе биржи. До сихъ поръ комитетъ отклонялъ всѣ эти ходатайства.

Ходъ биржевой торговли на лондонской фондовой биржѣ въ общихъ чертахъ слѣдующій. Маклеръ, получившій отъ своихъ кліентовъ порученіе продать или купить извѣстную бумагу, отправляется на соотвѣтствующій рынокъ, гдѣ спекулянты-торговцы громко выкрикиваютъ цѣны бумагъ, составляющихъ предметъ ихъ торговли. Маклеръ тогда проситъ одного изъ спекулянтовъ назначить или, какъ говорятъ, „сдѣлать“ цѣну (to make price) интересующей его бумаги, причемъ не указываетъ, является ли онъ покупателемъ или продавцемъ. Спекулянтъ называетъ тогда двѣ цѣны: одну болѣе высокую, по которой онъ согласенъ продать, другую болѣе низкую, по которой онъ готовъ купить данную бумагу. Разница между цѣной продажи и цѣной покупки, называемая технически „the turn of the market“, составляетъ прибыль спекулянта. Въ болѣе ходкихъ бумагахъ она меньше, чѣмъ въ менѣе обращающихся на биржѣ, потому что спекулянту тогда легче „покрыть себя“ обратной сдѣлкой, т. е., напримѣръ, покупкой, если онъ продалъ данныя бумаги. Предложеніе купить или продать опредѣленное количество извѣстной бумаги связываетъ спекулянта въ случаѣ принятія маклеромъ предложенія. Онъ тогда обязанъ продать по болѣе высокой названной цѣнѣ или купить по болѣе низкой, что заставляетъ его назначать соотвѣтствующую дѣйствительнымъ условіямъ рынка цѣну, такъ какъ онъ не знаетъ, является ли маклеръ поку-

пателемъ или продавцемъ. Если въ предложеніи количество не было указано, то обязывающимъ является извѣстная сумма фондовъ, считающаяся по биржевымъ правиламъ рыночной единицей: 1000 ф. ст.—облигацій (bonds), 100 шт. акцій (shares) рыночной цѣной въ 1 ф. ст. и меньше, 50 штукъ—цѣной отъ 1 ф. ст. до 15 ф. ст., 10 штукъ—цѣной выше 15 ф. ст., или 100 американскихъ акцій въ 100 долларовъ. Сдѣлки считаются заключенными выраженіемъ согласія словами „да“, или „беру“, или „продаю“, и др. Въ нѣкоторыхъ случаяхъ, когда дѣло касается мало обращающейся на биржѣ бумаги или очень большого количества ея, маклеръ можетъ сразу открыть себя, т. е. сказать, является ли онъ продавцемъ или покупателемъ. Когда сдѣлка заключена, обѣ стороны заносятъ ее въ свои записныя книжки, эти записи вносятся затѣмъ въ конторахъ маклеровъ и торговцевъ въ особыя контрольныя книги и провѣряются.

Выработавшійся на лондонской биржѣ порядокъ фондовой торговли чрезвычайно ускоряетъ биржевой оборотъ. Спеціализація рынковъ облегчаетъ возможность быстро заключать сдѣлки въ соотвѣтствующихъ фондахъ и притомъ по цѣнамъ, отвѣчающимъ дѣйствительному положенію рынка, такъ какъ образованіе ихъ происходитъ въ пылу ожесточенной конкурренціи. Въ видѣ исключенія, маклеру разрѣшается исполнять порученія своихъ кліентовъ внѣ биржи, а именно тогда, когда ему представляется возможность исполнить ихъ путемъ компенсаціи данныхъ ему разными лицами противоположныхъ порученій, т. е. когда, напримѣръ, одинъ его кліентъ поручилъ ему продать ту же бумагу, которую другой поручилъ купить. Но такого рода операціи разрѣшаются маклеру, по биржевымъ правиламъ, лишь въ томъ случаѣ, когда заключеніемъ сдѣлки внѣ биржи удастся получить болѣе благопріятную для кліента цѣну, чѣмъ при совершеніи ея на биржѣ. Въ такихъ случаяхъ маклеръ имѣетъ право получить комиссіонное вознагражденіе лишь съ одной стороны и обязанъ отмѣтить въ выдаваемой кліенту запискѣ, что сдѣлка заключена не съ членомъ биржи. Взаимныя правоотношенія между маклеромъ и его довѣрителями,—посторонней биржѣ публикой, регулируются, главнымъ образомъ, общими гражданскими законами. Изложеніе ихъ здѣсь заняло бы слишкомъ много мѣста [1]). Что же касается биржевыхъ правилъ, то одно

[1]) Подробное разсмотрѣніе этихъ отношеній можно найти въ указанной выше книгѣ *Bewes*, стр. 56—94; см. также *Schwabe* and *Branson*. A treatise on the laws of the Stock Exchange. London 1905. стр. 100—215.

изъ наиболѣе важныхъ постановленій, касающихся этихъ отношеній, состоитъ въ томъ, что довѣритель маклера имѣетъ право потребовать названія лица, съ которымъ послѣдній заключилъ по его порученію сдѣлку. Это право является средствомъ контроля дѣйствій маклера, чрезвычайно важнымъ въ интересахъ посторонней публики, не имѣющей доступа на биржу. Всѣ заключенныя на биржѣ сдѣлки разсматриваются, по биржевымъ правиламъ, какъ заключенныя между ея членами. Поэтому отвѣтственнымъ передъ спекулянтомъ является всегда маклеръ, а не его довѣритель. Маклеръ, въ случаѣ несостоятельности послѣдняго, долженъ за свой счетъ исполнить сдѣлку. Это заставляетъ маклеровъ относиться съ большой осторожностью къ выбору своихъ кліентовъ.

Главные виды биржевыхъ сдѣлокъ и порядокъ ихъ ликвидаціи. Господствующимъ типомъ сдѣлокъ на лондонской фондовой биржѣ являются срочныя сдѣлки. Кассовыя сдѣлки преобладаютъ лишь при совершеніи операцій съ англійскими и индійскими консолями, государственными фондами нѣкоторыхъ колоній и коммунальными займами. Ликвидаціонные сроки устанавливаются комитетомъ въ первомъ засѣданіи каждаго мѣсяца для второго слѣдующаго за нимъ мѣсяца. Для консолей и индійскихъ государственныхъ фондовъ существуетъ лишь одинъ ликвидаціонный срокъ, въ началѣ каждаго мѣсяца. Ликвидація срочныхъ сдѣлокъ со всѣми остальными бумагами производится два раза въ мѣсяцъ, въ серединѣ каждаго мѣсяца (medio) и въ концѣ (ultimo). Большинство сдѣлокъ заключается до ближайшаго ликвидаціоннаго срока. Сдѣлки съ дивидендными купонами запрещаются. Чрезвычайно распространены на лондонской фондовой биржѣ сдѣлки съ преміей. Такія сдѣлки носятъ названіе dealing in options. Слово „option“ означаетъ возможность, право, пріобрѣтаемое за уплату преміи, купить или продать, смотря по соглашенію, извѣстную бумагу въ условленномъ количествѣ и по условленной цѣнѣ въ теченіе извѣстнаго условленнаго времени, напримѣръ, 15 дней, 1 мѣсяца, или отказаться отъ исполненія договора. Не входя въ изложеніе особенностей и значенія такихъ сдѣлокъ, такъ какъ онѣ разсматриваются подробно въ другой статьѣ [1]), мы ограничимся здѣсь лишь объясненіемъ терминологіи ихъ на лондонской фондовой биржѣ.

Наиболѣе распространенными видами options являются такъ

---

[1]) См ниже, статью „Биржевыя сдѣлки“. *Прим. ред.*

называемыя: call option, put option и put and call option. Call option, называемая также bull option, такъ какъ къ ней прибѣгаютъ повышатели (bulls), есть прямая сдѣлка съ преміей, дающая покупателю преміи право купить условленную бумагу въ теченіе извѣстнаго срока по условленной цѣнѣ. Put option или bear option, такъ какъ ею пользуются понижатели (bears),—обратная сдѣлка съ преміей, дающая право продать извѣстную бумагу по условленной цѣнѣ въ теченіе опредѣленнаго въ договорѣ срока. Put and call — обоюдоострая сдѣлка, стелляжъ, представляющая соединеніе обоихъ указанныхъ выше видовъ сдѣлокъ. Покупатель преміи имѣетъ право купить или продать опредѣленное количество бумагъ по условленной цѣнѣ въ теченіе извѣстнаго срока [1]).

Ликвидація срочныхъ сдѣлокъ на лондонской фондовой биржѣ производится три дня, исключая сдѣлокъ съ акціями горныхъ предпріятій и золотыхъ розсыпей (mining shares), для которыхъ установлено 4 дня. Эти дни ликвидаціи носятъ названіе: 1. The Mining Contango day (только для mining shares), 2. The General Contango day, 3. The Ticket day и 4. The Account day. Въ Mining Contango day для горныхъ акцій и въ General Contango day —для остальныхъ производится продолженіе, пролонгація („carrying over“ или „continuing“) сдѣлокъ до слѣдующаго ликвидаціоннаго срока, если стороны не желаютъ поставлять или брать купленныхъ фондовъ. Курсъ, по которому происходитъ продолженіе сдѣлки, называется, „making up price“ и устанавливается комитетомъ путемъ опредѣленія среднихъ дѣйствительныхъ цѣнъ до 12 ч. дня въ Contango day. Плата за продолженіе сдѣлки называется по англійски, если это репортъ — „contango“, если это депортъ „backwardation“. Во второй день ликвидаціи, въ Ticket day, устанавливается размѣръ взаимныхъ обязательствъ членовъ биржи къ данному ликвидаціонному сроку. Въ широкихъ размѣрахъ при этомъ практикуется зачетъ противоположныхъ требованій въ однѣхъ и тѣхъ же бумагахъ путемъ компенсаціи ихъ или въ Settlement Department, являющемся биржевой расчетной палатой, или для бумагъ, не подлежащихъ послѣдней, путемъ своеобразной системы передачи билетовъ (tickets) членами биржи, не желающими дѣйствительно поставлять и брать фондовъ, до тѣхъ поръ, пока не найдется желающій это сдѣлать,

[1]) Подробное изложеніе техники и значенія этихъ сдѣлокъ съ преміей можно найти въ книгѣ *Higgins*. The Put and Call. London 1906.

Для разсчетовъ въ Settlement Department берется въ основаніе making up price, а для зачетовъ путемъ передачи билетовъ— курсъ, выставленный на билетѣ. Разница между послѣднимъ и дѣйствительнымъ курсомъ уплачивается при передачѣ билетовъ. Разсчеты при помощи Settlement Department производятся съ большимъ количествомъ бумагъ, но не со всѣми, главнымъ образомъ, съ бумагами на предъявителя. Точно также не всѣ члены биржи участвуютъ въ немъ. Въ послѣдній день ликвидаціи, въ Account day, ликвидируются окончательно незачтенныя сдѣлки путемъ уплатъ и поставки. Что касается порядка и условій поставки проданныхъ бумагъ, то они различны для разныхъ видовъ фондовъ.

По биржевымъ правиламъ лондонской фондовой биржи, существуетъ, какъ указывалось выше, своеобразная организація ликвидаціи сдѣлокъ тѣхъ членовъ биржи, которые не представили во время проданныхъ бумагъ или не уплатили въ установленный срокъ цѣны купленныхъ фондовъ. Такое лицо объявляется на биржѣ публично путемъ стучанія молоткомъ несостоятельнымъ должникомъ и удаляется съ нея. Особое отдѣленіе комитета производитъ тогда публично на биржѣ покупку или продажу соотвѣтствующихъ фондовъ, съ цѣлью удовлетворенія кредиторовъ несостоятельнаго. Такая операція называется „buying in“ или „selling out“. Убытки, происшедшіе отъ подобной ускоренной ликвидаціи, потерпѣвшая сторона имѣетъ право искать съ вызвавшаго ее своего контрагента.

Допущеніе бумагъ къ оффиціальной котировкѣ и составленіе курсового бюллетеня. Допущеніе новыхъ бумагъ къ оффиціальной биржевой торговлѣ, назначеніе для нихъ ликвидаціонныхъ сроковъ, а также отмѣтка ихъ курсовъ въ оффиціальномъ курсовомъ бюллетенѣ рѣшаются комитетомъ. Комитету при этомъ содѣйствуетъ подкомитетъ, называемый Share and Loan Department, разсматривающій предварительно всѣ ходатайства о допущеніи бумагъ къ котироквѣ и дающій свое заключеніе. Заявленіе о допущеніи къ оффиціальной котировкѣ вывѣшивается на биржѣ секретаремъ указаннаго подкомитета въ теченіе 3 дней и всѣ члены биржи пользуются правомъ представлять свои возраженія. Лица, ходатайствующія о допущеніи новой бумаги, должны исполнить всѣ условія, устанавливаемыя комитетомъ и заключающіяся въ требованіи представленія достаточно подробнаго проспекта и цѣлаго ряда другихъ документовъ. Въ виду значительной слож-

ности этихъ требованій и ихъ различія для разныхъ видовъ фондовъ, подробное перечисленіе ихъ потребовало бы здѣсь слишкомъ много мѣста. Указанныя требованія перечисляются въ приложеніи къ правиламъ лондонской фондовой биржи [1]). На основаніи заключенія Share and Loan Department, комитетъ дѣлаетъ постановленіе о допущеніи тѣхъ или другихъ фондовъ на биржу и назначаетъ ликвидаціонный срокъ. Однимъ изъ необходимыхъ условій такого допущенія является выпускъ бумаги въ достаточно большомъ количествѣ, но точный размѣръ правилами не указывается. Въ общемъ, правила о допущеніи бумагъ къ оффиціальной котировкѣ преслѣдуютъ цѣль затруднить доступъ къ оффиціальной биржевой торговлѣ бумагъ явно недобросовѣстныхъ предпріятій, но, конечно, комитетъ не принимаетъ на себя отвѣтственности за качество допущенныхъ бумагъ, которыя впослѣдствіи могутъ оказаться и весьма сомнительнаго достоинства. Въ настоящее время курсовой бюллетень лондонской фондовой биржи отмѣчаетъ курсы болѣе 4000 цѣнныхъ бумагъ. Но на биржѣ совершаются операціи почти съ такимъ же количествомъ бумагъ, не попадающихъ въ курсовой бюллетень. Послѣднее обстоятельство не является, понятно, доказательствомъ ихъ негодности, хотя бы по одному тому, что фонды, выпущенные въ сравнительно небольшомъ количествѣ, не могутъ быть допущены къ оффиціальной котировкѣ.

Система отмѣтки курсовъ на лондонской фондовой биржѣ представляетъ нѣкоторыя особенности. Составленіе и выпускъ оффиціальнаго бюллетеня производится подъ непосредственнымъ надзоромъ комитета. Онъ издается въ настоящее время manager'ами и trustees, то есть управляющими биржей. Членамъ биржи разрѣшается издавать для своихъ кліентовъ свои особые курсовые бюллетени лишь съ разрѣшенія комитета. Порядокъ составленія курсового бюллетеня слѣдующій. Всякій членъ биржи, заключившій сдѣлку, можетъ отмѣтить ее немедленно по заключеніи съ указаніемъ цѣны и бумаги на особой запискѣ и опустить въ одинъ изъ устроенныхъ для этого въ биржевомъ залѣ ящиковъ. Служащіе комитета вынимаютъ эти записки и отмѣчаютъ ихъ содержаніе на черной доскѣ. Всѣ отмѣченные такимъ образомъ курсы попадаютъ въ бюллетень. Обязанности отмѣчать совершаемыя сдѣлки не существуетъ. Поэтому маклеры обыкновенно мало заботятся объ этомъ, не желая терять времени на писаніе запи-

[1]) См. приложеніе № 26 въ цит. книгѣ *Bewes*, стр. 236—244.

ски. Отмѣчаютъ маклеры чаще всего лишь курсъ, являющійся неблагопріятнымъ для кліента, чтобы имѣть доказательство, что такой курсъ дѣйствительно существовалъ при заключеніи сдѣлки. По постановленію комитета, могутъ быть включены въ бюллетень и не заявленные членами биржи курсы. Если членъ биржи не пожелаетъ по требованію комитета сообщить, съ кѣмъ онъ заключилъ отмѣченную сдѣлку, то такой курсъ не попадаетъ въ бюллетень.

Государственные фонды и другія процентныя бумаги отмѣчаются въ курсовомъ бюллетенѣ въ %-ахъ своей нарицательной стоимости, а акціи—въ видѣ цѣны единицы. Въ оффиціальный бюллетень включаются лишь курсы сдѣлокъ, заключенныхъ на биржѣ между ея членами между $10^1/_4$ и $3^1/_4$ ч. дня, а въ субботу между $10^1/_4$ и 1 ч. дня. Издаваемый печатный курсовой бюллетень лондонской фондовой биржи занимаетъ теперь 16 страницъ большого формата.

Система отмѣтки курсовъ на лондонской фондовой биржѣ и характеръ печатаемаго во всеобщее свѣдѣніе бюллетеня неоднократно подвергались критикѣ въ спеціальной печати и литературѣ. Главный недостатокъ его—слишкомъ большія колебанія между сообщаемыми въ бюллетенѣ курсами продажи и покупки, высшими и низшими курсами, отчего получается значительная разница между дѣйствительными рыночными цѣнами и цѣнами бюллетеня [1]). Этимъ пользуются для обирательства своихъ кліентовъ разныя недобросовѣстныя фирмы внѣ-биржевыхъ маклеровъ, въ родѣ bucket shops. Въ виду несовершенства оффиціальнаго бюллетеня, многія газеты печатаютъ свои собственные бюллетени. Особый видъ отмѣтки курсовъ представляютъ такъ называемые Ticker-courses, сообщаемые Exchange Telegraph Company. Компаніи этой предоставлена комитетомъ монополія сообщать по телеграфу своимъ абонентамъ всѣ курсы, по мѣрѣ ихъ выясненія на биржѣ, путемъ особаго телеграфнаго аппарата, называемаго Ticker'омъ. Ticker—это отдатчикъ телеграфнаго аппарата, автоматически отпечатывающій курсы на длинныхъ бумажныхъ лентахъ. Такіе аппараты имѣются въ конторахъ большинства маклеровъ и нѣкоторыхъ банковъ. Внѣ-биржевымъ маклерамъ и bucket shops комитетъ не позволяетъ быть абонентами этихъ аппаратовъ. Многіе маклера издаютъ свои собственные бюллетени для своихъ кліентовъ. Эти бюллетени полнѣе оффиціальныхъ, такъ какъ въ

[1]) См. „The Economist“ за 1908 г., №№ 25 апрѣля и 25 ноября.

нихъ помѣщены и заключительные курсы, не попадающіе въ оффиціальный бюллетень.

Провинціальныя биржи Великобританіи. Фондовыя биржи существуютъ, кромѣ Лондона, во всѣхъ крупныхъ городахъ Соединеннаго королевства. Важнѣйшія изъ нихъ,—фондовыя биржи Глазго, Ливерпуля, Дублина, Бирмингама, Бристоля, Манчестера, Эдинбурга, Лидса, Шеффильда, Бельфаста и Корка,—объединились въ союзъ „Council of Associated Stock Exchanges", задача котораго—поддерживать извѣстное однообразіе въ правилахъ веденія фондовой торговли [1]). Что касается организаціи провинціальныхъ биржъ, то почти всѣ онѣ представляютъ такія же закрытыя корпораціи, какъ и лондонская фондовая биржа. Уставы ихъ заимствовали важнѣйшія постановленія биржевыхъ правилъ лондонской фондовой биржи и отличаются отъ послѣднихъ, главнымъ образомъ, въ второстепенныхъ чертахъ организаціи. Одно изъ важныхъ отличій провинціальныхъ биржъ отъ лондонской—это отсутствіе на нихъ раздѣленія членовъ на двѣ категоріи самостоятельныхъ спекулянтовъ и маклеровъ. Исключеніе изъ другихъ провинціальныхъ биржъ представляетъ организація фондовой биржи Дублина. Она подчиняется правиламъ и нормировкамъ, издаваемымъ казначействомъ, и маклеры ея должны получить разрѣшеніе, лицензію на производство промысла отъ лорда-лейтенанта Ирландіи. Провинціальныя биржи Великобританіи являются преимущественно фондовыми рынками для бумагъ мѣстнаго значенія. Самая крупная изъ нихъ по своимъ оборотамъ глазговская фондовая биржа. Хотя на этихъ биржахъ обращаются и многія бумаги, котируемыя на лондонской фондовой биржѣ, но самостоятельнаго значенія эта торговля не имѣетъ. Она подчиняется биржевому настроенію лондонской фондовой биржи [2]).

Внѣбиржевыя маклерскія фирмы. Bucket shops. Довольно значительныя по своимъ размѣрамъ операціи производятся внѣ биржи. Занимаются ими многочисленныя фирмы внѣбиржевыхъ маклеровъ (outside brokers) и такъ называемые „Bucket shops". Outside brokers, за малыми исключеніями, всѣми средствами стремятся вовлечь публику и главнымъ образомъ малоопытныхъ, мелкихъ и среднихъ капиталистовъ въ биржевую игру. Среди этого вида

---

[1]) См. цит. книгу *Bewes*, стр. 11.

[2]) Описаніе биржевого оборота провинціальныхъ биржъ Соединеннаго Королевства см. въ „The Economist" за 1908 г., №№ отъ 18 и 25 января, стр. 110 и 153.

маклерскихъ фирмъ встрѣчаются всѣ ступени отрицательныхъ и мошенническихъ предпріятій. Биржевымъ правиламъ они не подлежатъ, исключеніе имъ не грозитъ, а отъ приговоровъ уголовнаго суда часто удается увернуться. Самыя крупныя мошенническія операціи производятся особенно такъ называемыми Bucket shops. Посредствомъ широко поставленной рекламы, разсылки циркуляровъ, оживленной корреспонденціи и изданія финансовыхъ листковъ и другими способами они стараются завлечь въ биржевую игру какъ можно болѣе широкіе круги публики. Дѣятельность ихъ распространяется не только на Великобританію, но и на многія страны континента. Практикуемые способы обирательства кліентовъ разнообразны. Наиболѣе типичнымъ видомъ ихъ мошенническихъ операцій является посредничество въ биржевой игрѣ. Въ дѣйствительности они не исполняютъ никакихъ порученій своихъ кліентовъ, а держатъ противъ нихъ пари объ измѣненіи курса. Если кліентъ играетъ на повышеніе, bucket shops стараются уговорить его покупать такія бумаги, которыя, по ихъ свѣдѣніямъ, должны понизиться. Ихъ усилія направлены къ тому, чтобы овладѣть внесеннымъ кліентомъ обезпеченіемъ, устанавливаемымъ обыкновенно очень низко, чтобы при малѣйшемъ измѣненіи курса можно было захватить его. Вообще, дѣловой принципъ большинства этихъ предпріятій—предательство интересовъ своихъ кліентовъ. До сихъ поръ англійское правительство не предприняло никакихъ рѣшительныхъ мѣръ для борьбы съ этими мошенническими предпріятіями.

Литература: По исторіи—*Charles Duguid.* The story of the Stock Exchange. London 1901.—*Poley* and *Carruthers Gould.* The history, law and practice of the Stock Exchange. London 1907.—По современной организаціи—Rules and regulations of the London Stock Exchange (изд. 1911 г.).—*W. A. Bewes.* Stock Exchange law and practice. London 1911.— *W. Schwabe* and *G. A. H. Branson.* A treatise on the laws of the Stock Exchange. London 1905.—Report of the Stock Exchange Commission (Parliamentary Papers 1878).—*Struck.* Die Effektenbörse. Ein Vergleich deutscher und englischer Zustände (*Schmoller's Jahrbücher,* Bd. III, Leipzig 1881).—*Jngal* and *withers.* The Stock Exchange. London 1904.—*Ruppel.* Das Geschäft in Minenwerten an der Londoner Börse. Jena 1909.—*Boudon.* La bourse anglaise. Paris 1898.—*Higgins.* The Put and Call. London 1906.—*Withers.* Stocks and shares. London 1910.

Фондовыя биржи во Франціи.

Статья Dr. **Eug. Kaufmann** [1]).

I. Историческій обзоръ развитія французскихъ фондовыхъ биржъ, въ особенности Парижской.

Уже въ средніе вѣка въ нѣкоторыхъ городахъ Франціи существовали фондовыя биржи. Къ нимъ въ XVI вѣкѣ присоединился рядъ новыхъ биржъ, призванныхъ закономъ къ жизни, въ томъ числѣ міровая биржа Ліона съ ея значительнымъ фондовымъ оборотомъ, который, однако, вскорѣ пришелъ въ полный упадокъ. Парижъ, повидимому, уже въ XII вѣкѣ обладалъ фондовой биржей; о ней упоминается въ одномъ изъ приказовъ Филиппа Красиваго 1304 года, предписывающемъ, чтобы биржа находилась на Grand-Pont (впослѣдствіи названномъ поэтому Pont-au-Change). Въ 1572 году должность маклеровъ, пріобрѣтавшаяся за деньги, была объявлена оффиціальной должностью, а въ 1638 г. для вексельныхъ маклеровъ было создано названіе „agents de change“. Уже въ XVII вѣкѣ въ Парижѣ совершались при случаѣ фондовыя операціи; съ 1702 г. появился постоянный „ажіотажъ“ съ билетами основанной для фискальныхъ цѣлей (во время войны за испанское наслѣдство) заемной кассы („Caisse des Emprunts“), а также съ другими государственными бумагами. Когда затѣмъ въ 1716 г. Джонъ Ло, — первый крупный биржевой спекулянтъ въ современномъ значеніи этого слова, — основалъ свой „Banque générale“ и въ 1717 г. развилъ свою систему путемъ основанія компаніи Миссисипи, чѣмъ въ то время существенно способствовалъ развитію самой техники биржевого дѣла [2]), — улица Rue

---

[1]) Статья написана спеціально для „Банковой Энциклопедіи“. Переводъ съ рукописи *Д. М. Марголина*.

[2]) Ло былъ, вѣроятно, первымъ, выпустившимъ акціи на предъявителя, чѣмъ онъ сдѣлалъ ихъ замѣнимымъ товаромъ; онъ-же, несомнѣнно, былъ и изобрѣтателемъ сдѣлокъ съ преміей (см. *Эренбергъ*, статья „Börsenwesen“ въ Handwörterbuch der Staatswissenschaften, II стр. 10).

Quincampoix, гдѣ въ ту эпоху сосредоточился парижскій биржевой оборотъ, сдѣлалась ареной самой бѣшеной игры, въ которой принимали участіе весь городъ, клиръ, дворъ, королевскіе принцы и даже самъ регентъ. Спустя 4 года послѣ крушенія системы Ло былъ изданъ указъ (24 сентября 1724 г.), который, на мѣсто прежнихъ частныхъ, келейныхъ биржъ, создалъ *признанную государствомъ вексельную и фондовую биржу*. Одновременно съ этимъ была подтверждена и закрѣплена дарованная уже прежнимъ указомъ исключительная маклерская привилегія agents de change, и этимъ создана организація, основныя черты которой удержались понынѣ. Эти распоряженія оказали въ тогдашнее время благотворное вліяніе, поскольку стало легче, благодаря надзору за биржевыми оборотами, раскрывать и наказывать явныя мошенничества и посколько путемъ монополизаціи маклерскаго дѣла была создана богатая и дорожащая своимъ купеческимъ именемъ корпорація маклеровъ, которые представляли въ болѣе высокой степени, чѣмъ неоффиціальные маклера, финансовыя и нравственныя гарантіи въ отношеніи выполненія своихъ профессіональныхъ обязанностей. Но ни государственные финансы, ни народное хозяйство до-революціонной Франціи, можно думать, не извлекли никакой пользы изъ развитія парижскаго фондоваго оборота. Болѣе всего питались имъ лишь расточительныя стремленія двора и обогащался паразитный классъ финансовыхъ дѣльцовъ. Начало революціи повело къ временному прекращенію всего фондоваго оборота. 17-го марта 1791 г. монополія agents de change была упразднена, а 23-го апрѣля 1793 г. послѣдовало формальное закрытіе французскихъ биржъ. Однако, уже 29-го апрѣля 1795 г. парижская биржа была вновь открыта, а 20 октября 1795 г. былъ выпущенъ новый регламентъ, который возстановилъ монополію маклеровъ въ отношеніи оборотовъ съ драгоцѣнными металлами и векселями; ими только и ограничивалась спекуляція во времена революціи. Биржевой оборотъ обреченъ былъ на медленное развитіе въ самыхъ узкихъ границахъ.

Наполеоновское законодательство (законъ 28 Вентоза IX года, декретъ 27 Преріаля X года, торговый кодексъ 1807 г.) создало *единое биржевое право* для всей Франціи, которое съ тѣхъ поръ подверглось лишь незначительнымъ измѣненіямъ. Право учрежденія биржъ, которыя, кромѣ Парижа, существовали тогда также въ Марсели, Ліонѣ и Бордо, было предоставлено исключительно правительству, и были изданы постановленія о надзорѣ

странными займами,—а также для производства фактически закрытыхъ для оффиціальныхъ маклеровъ спекулятивныхъ и срочныхъ сдѣлокъ. Впослѣдствіи происходили даже цѣлыя собранія, гдѣ большое число лицъ заключало сдѣлки, не имѣющія законнаго характера. Уже во времена первой имперіи (1809 г.) оффиціальные маклера возбуждали жалобы по поводу нарушенія ихъ монополіи, и были установлены строгія кары для тѣхъ, кто присваивалъ себѣ функціи agent de change. Но во время реставраціи кулисса, упраздненія которой маклера въ 1824, 1835, 1842 и 1843 г.г. тщетно добивались, была терпима и даже поощрялась при условіи, что она будетъ поддерживать курсъ ренты; въ интересахъ публичнаго кредита правительство полагало невозможнымъ обойтись безъ фондовой спекуляціи. Дѣятели кулиссы (coulissiers), которые заблаговременно уже стремились къ образованію своего рода организаціи, встрѣчались, съ вѣдома властей, въ кофейняхъ для совершенія всякаго рода сдѣлокъ и—какъ раньше операціи съ иностранными займами—захватили теперь въ свои руки вновь народившуюся спекуляцію съ желѣзнодорожными цѣнностями. Время отъ времени предписаніемъ префекта полиціи запрещались эти незаконныя собранія, и участники ихъ предварялись о тяжелой отвѣтственности по закону, послѣ чего кулисса, до тѣхъ поръ функціонировавшая одновременно съ оффиціальными маклерами въ самой биржевой залѣ или въ вестибюлѣ биржи, переселялась въ другое мѣсто.

Жалоба, поданная въ судъ синдикатской камерой присяжныхъ маклеровъ въ 1859 году противъ дѣятелей кулиссы по поводу ихъ вторженія въ чужую область, имѣла тотъ конечный результатъ, что обвиняемые биржевики были присуждены къ уплатѣ штрафа, и имъ былъ воспрещенъ входъ на биржу. Эта мѣра оказала столь вредное вліяніе на публичный и частный кредитъ, не принесши ожидаемаго оживленія паркету [1]), что правительство не приняло никакихъ мѣръ противодѣйствія, когда дѣятели кулиссы по прошествіи нѣсколькихъ лѣтъ снова появились на биржѣ и здѣсь, наряду съ оффиціальными маклерами, нашли для себя богатое поле дѣятельности, такъ какъ возникшія тѣмъ временемъ многочисленныя крупныя акціонерныя предпріятія нуждались въ обширномъ рынкѣ, и Парижъ, благодаря росту богатства и капиталовъ въ странѣ, все болѣе становился руководящимъ центромъ для заграничныхъ бумажныхъ

[1]) О значеніи этого термина см. ниже.

цѣнностей. И вплоть до 1848 года господствовало такое своеобразное соотношеніе между паркетомъ и кулиссой парижской биржи, что въ отношеніи допущенныхъ къ оффиціальной котировкѣ бумагъ только операціи, совершенныя при участіи agents de change, признавались покоющимися на законномъ основаніи, а сдѣлки, заключенныя при посредствѣ coulissiers, наоборотъ (до 1885 г.—подобно всѣмъ прочимъ спекулятивнымъ срочнымъ сдѣлкамъ), не имѣли законной защиты, и вся кулисса лишь терпѣлась и могла быть во всякое время уничтожена. Несмотря на это, развитіе биржевого оборота, съ которымъ не могли уже совладать 60 agents de change, привело къ тому, что кулиссой дѣлались очень значительные обороты, временами бо́льшіе, чѣмъ паркетомъ. Въ особенности кулисса издавна завладѣла большей частью срочныхъ биржевыхъ сдѣлокъ съ французской рентой, она-же выступала посредницей въ большей части оборотовъ съ иностранными государственными бумагами. Нѣкоторыя изъ нихъ, какъ напр., испанскіе внѣшніе займы, турецкіе займы, а также и другія руководящія бумаги парижской биржи, какъ акціи Оттоманскаго банка, общества Rio Tinto и др., завербованы были для французскаго міра капиталистовъ исключительно дѣятельностью кулиссы. Вечерняя биржа—„petite bourse [du soir]“,—которую кулисса устраивала въ залахъ Ліонскаго кредита (Crédit Lyonnais), имѣла временами громадное значеніе, такъ какъ всѣ политическія и экономическія извѣстія, поступавшія послѣ закрытія оффиціальной биржи, отражались на курсахъ послѣдней. Большимъ недостаткомъ (старой) кулиссы было отсутствіе строгой организаціи и серіознаго контроля; это отсутствіе контроля дѣлало возможнымъ то, что, хотя большинство ея членовъ составляли почтенныя и солидныя фирмы, но въ ея среду проникало и много отрицательныхъ элементовъ, къ большому ущербу для публики.

Возникавшія время отъ времени, именно при угнетенномъ состояніи биржевого дѣла, все новыя столкновенія и тренія между паркетомъ и кулиссой продолжались естественно до тѣхъ поръ, пока благопріятная биржевая конъюнктура не приносила обѣимъ сторонамъ хорошихъ барышей, какъ это имѣло мѣсто, напр., въ годы, слѣдовавшіе за войной 1870/71 г.г., и вообще въ грюндерскія и спекулятивныя эпохи. Въ 1879—1881 г.г. agents de change, дѣйствуя въ провинціи едва-ли меньше, чѣмъ въ Парижѣ, въ такой безмѣрной степени развили у публики страсть къ биржевой игрѣ и вмѣстѣ съ тѣмъ такъ широко спекули-

ровали за собственный счетъ (въ Ліонѣ товарищество маклеровъ обанкротилось, въ Парижѣ оно удержало свою позицію, лишь благодаря займу въ 80 милл. франковъ), что общественное мнѣніе стало требовать упраздненія маклерской монополіи [1]), и парижская маклерская камера въ теченіе ряда лѣтъ мудро избѣгала выдвигать вопросъ о новомъ регулированіи биржевыхъ отношеній.

Но этой реформѣ предстояло осуществиться по иниціативѣ правительства. Уже въ апрѣлѣ 1892 г., вслѣдствіе заключеннаго между паркетомъ и кулиссой соглашенія, произошло существенное ограниченіе биржевыхъ оборотовъ кулиссы: coulissiers обязались не производить никакихъ операцій съ цѣнностями, фигурирующими въ биржевомъ маклерскомъ бюллетенѣ, за исключеніемъ турецкихъ, египетскихъ, испанскихъ, португальскихъ и венгерскихъ государственныхъ фондовъ, а также не совершать никакихъ оборотовъ съ какой-либо новой, допущенной къ котировкѣ, бумагой,—не отмѣчать больше никакихъ сдѣлокъ передъ началомъ оффиціальной биржи или послѣ ея закрытія и не публиковать курсовъ подобныхъ сдѣлокъ. Благодаря этому нововведенію, русскія бумаги были предоставлены исключительно вѣдѣнію паркета.

Въ 1893 г. правительство рѣшило установить особый налогъ на биржевыя фондовыя сдѣлки, и хотѣло воспользоваться этимъ случаемъ, чтобы путемъ введенія соотвѣтственнаго добавленія въ проектъ бюджета этого года совершенно воспретить кулиссѣ операціи съ бумагами, допущенными къ оффиціальной котировкѣ. Такъ какъ сенатъ отклонилъ соединеніе этого важнаго мѣропріятія съ бюджетнымъ закономъ, то разрѣшеніе вопроса по необходимости было отсрочено. Въ послѣдующіе годы разразилась сильная горячка съ акціями южно-африканскихъ золотыхъ пріисковъ, которая оказалась на руку почти исключительно кулиссѣ, такъ какъ золотопромышленныя акціи, въ виду ихъ незначительной нарицательной цѣны (большей частью лишь въ 25 франковъ), за немногими исключеніями, не допускались къ оффиціальной котировкѣ.

Изъ общей суммы налога съ биржевыхъ оборотовъ въ теченіе 1893 — 1897 годовъ лишь $^1/_3$ падала на agents de

[1]) 23 февраля 1882 г. былъ внесенъ соотвѣтствующій законопроектъ. При господствовавшемъ тогда въ законодательныхъ кругахъ враждебномъ настроеніи по отношенію къ монополіямъ и фактическомъ обезцѣненіи, подъ вліяніемъ кризиса, должности маклера, шансы на урегулированіе спорнаго вопроса въ духѣ законопроекта были довольно благопріятны.

change. Завидуя барышамъ кулиссы, маклера стали пропагандировать расширеніе своихъ функцій, которое сдѣлало-бы для нихъ возможной торговлю золотопромышленными акціями, а послѣ крушенія южно-африканской золотой вакханаліи опять начали требовать реорганизаціи биржи въ смыслѣ упраздненія кулиссы. Послѣдняя же и часть руководителей общественнаго мнѣнія усердно агитировали въ пользу совершенной отмѣны маклерской монополіи. Послѣ долгой и страстной полемики въ печати и парламентѣ удалось, наконецъ, при обсужденіи бюджета на 1898 г. достигнуть принятія регулирующей споръ поправки Fleury-Ravarin (пунктъ 14 закона 13 апрѣля 1898 г.) [1]).

Частное соглашеніе между обоими рынками состоялось послѣ того, какъ по поводу обсужденія поправки Fleury-Ravarin была обѣщана кулиссѣ свобода срочныхъ сдѣлокъ съ французской рентой, такъ какъ естественно въ интересахъ самого государства было имѣть возможно широкій рынокъ для его займовъ; при этомъ уплата биржевого налога на сдѣлки, совершенныя чрезъ посредство кулиссы, должна производиться чрезъ посредство маклерской синдикатской камеры.

Рѣзкое ограниченіе возможности операцій и барышей, которое принесъ съ собой кулиссѣ законъ 13 апрѣля 1898 г., побудило группу наиболѣе выдающихся и сильныхъ капиталомъ фирмъ кулиссы отказаться отъ своей биржевой дѣятельности, и привело тѣмъ самымъ къ существенному ослабленію парижской биржи. Послѣ того какъ бразды правленія перешли къ министерству, менѣе благопріятно относившемуся къ маклерской монополіи, состоялось подъ предсѣдательствомъ министра финансовъ Кайо 13 февраля 1901 г. соглашеніе между обоими рынками, которое признало за кулиссой право на значительную уступку противъ нормъ куртажа, установленныхъ для паркета [2]), и,

---

[1]) Принятіе поправки, однако, произошло въ сильной степени благодаря тому, что министерство Мелина желало выказать признательность маклерской камерѣ за ея горячую поддержку биметаллистическихъ и протекціонистскихъ требованій министерства,—между тѣмъ какъ, съ другой стороны, питаемое процессомъ Дрейфуса націоналистическое и антисемитское настроеніе отвлекало симпатіи парламента отъ coulissiers, среди коихъ находилось очень много иностранцевъ и евреевъ.

[2]) Въ качествѣ уступки („remise“) членамъ кулиссы при срочныхъ сдѣлкахъ возвращается 40%, при сдѣлкахъ на наличныя—10%, при репортахъ—20%, на турецкія и сербскія цѣнныя бумаги (включая акціи Оттоманскаго банка)—80% съ обычной куртажной ставки. Coulissiers должны съ своей стороны уплачивать ремизъ за турецкія и сербскія цѣнности въ томъ же размѣрѣ, въ какомъ agents de change его установили для своихъ remisiers.

кромѣ того установило, что членамъ кулиссы въ случаѣ, если цѣнности, обращающіяся въ моментъ подписанія соглашенія только въ кулиссѣ, будутъ включены въ оффиціальную котировку, должны быть оказаны тѣ же льготы, что и относительно турецкихъ или сербскихъ цѣнностей. Благодаря этому, а также вслѣдствіе того, что рынокъ кулиссы сталъ снабжаться серіей выдающихся спекулятивныхъ бумагъ (резиновыя, каучуковыя, горнопромышленныя и другія, оффиціально не котируемыя акціи), отношенія между обоими рынками, бывшія раньше очень натянутыми, существенно улучшились, и фирмы кулиссы получили возможность принимать порученія и для паркета.

2. Общія черты современной организаціи французскихъ фондовыхъ биржъ.

Французское биржевое законодательство не представляетъ собою однообразнаго цѣлаго, а является конгломератомъ старыхъ и новыхъ законодательныхъ обрывковъ со множествомъ распоряженій и приказовъ, ведущихъ свое начало съ 1720 года.

Только правительство имѣетъ право *учреждать биржи*. Оно вправѣ открывать биржи вездѣ, гдѣ оно находитъ это соотвѣтствующимъ и подходящимъ (см. законъ отъ 28 вентоза IX года).

Доступъ на биржу открытъ всѣмъ, исключая малолѣтнихъ и женщинъ, „et même aux étrangers“ (и даже иностранцамъ, см. законъ отъ 27 преріаля X года, ст. 1). Управленіе дѣлами биржи возложено на торговыя палаты, а организація биржевой полиціи въ Парижѣ предоставлена префекту деп. Сены, въ провинціи же —частью мэрамъ, частью правленіямъ организацій оффиціальныхъ маклеровъ.

Въ центрѣ французскихъ фондовыхъ биржъ стоятъ присяжные маклера, agents de change. Они пользуются монопольнымъ правомъ посредничества при всѣхъ сдѣлкахъ съ цѣнными бумагами, которыя подлежатъ или могутъ подлежать оффиціальной котировкѣ на биржѣ, притомъ не только въ помѣщеніи биржи и въ биржевое время на биржѣ, но и внѣ ея; они одни имѣютъ право участвовать въ установленіи и опубликованіи курсовъ. Банкамъ и всѣмъ прочимъ профессіональнымъ посредникамъ по части биржевыхъ фондовыхъ операцій, согласно ст. 14 закона 13 апрѣля 1898 г., поскольку рѣчь идетъ объ оффиціально котируемыхъ цѣнностяхъ, воспрещена всякая компенсація биржевыхъ порученій помимо маклеровъ, а также самостоятельное выступленіе и даже непосредствен-

ная купля-продажа на срокъ, т. е. безъ одновременной передачи бумагъ. Свободная торговля, т. е. продажа цѣнныхъ бумагъ безъ посредства маклеровъ, дозволяется только собственникамъ, притомъ непосредственно третьему лицу, и исключительно при условіи немедленнаго кассоваго разсчета и передачи бумагъ покупателю. Монополія маклеровъ ограждена троякимъ образомъ: 1) посредствомъ признанія ничтожными,—впрочемъ, не безспорнаго,—заключенныхъ при участіи другихъ посредниковъ сдѣлокъ съ оффиціально котируемыми цѣнностями; 2) путемъ денежныхъ штрафовъ и возмѣщеніи убытковъ, которыми, въ силу закона отъ 28 вентоза IX года, карается вмѣшательство постороннихъ лицъ въ функціи agents de change; 3) путемъ денежныхъ штрафовъ въ пользу фиска, за уклоненіе отъ платежа биржевого налога. Маклера имѣютъ право быть посредниками также въ операціяхъ съ векселями и другими торговыми бумагами (ст. 76 торговаго кодекса), но на самомъ дѣлѣ они занимаются въ Парижѣ и другихъ торговыхъ центрахъ посредничествомъ лишь въ области фондовыхъ операцій.

Правовыя отношенія присяжныхъ маклеровъ вновь были урегулированы декретомъ отъ 7 октября 1890 г., который былъ затѣмъ измѣненъ тремя декретами 29 іюня 1898 г.

Число agents de change каждаго города устанавливается, по представленію министра финансовъ, распоряженіемъ главы государства и можетъ быть его же декретомъ увеличено или уменьшено (законы 26 апрѣля 1816 г. и 7 октября 1890 г.). Это число составляетъ для биржъ, имѣющихъ „паркетъ“, въ Парижѣ—70, въ Ліонѣ—27, въ Бордо—20, въ Марсели—20, въ Нанси—18, въ Тулузѣ—8, въ Лиллѣ—6. Никто не можетъ сдѣлаться маклеромъ, если онъ не французъ, не имѣетъ 25 лѣтъ отъ роду, не обладаетъ всѣми гражданскими правами, не отбылъ воинской повинности и, по меньшей мѣрѣ, не проработалъ 4 года у одного изъ agents de change, въ банкѣ, торговомъ домѣ или у нотаріуса. Къ необходимымъ качествамъ присяжнаго маклера относится также его полная независимость (указъ 16 іюня 1802 г.). Они не должны быть компаніонами или состоять на службѣ въ торговомъ, купеческомъ или банковомъ предпріятіи, не имѣютъ права заниматься торговлей за свой счетъ, или принимать участіе въ какомъ-либо предпріятіи, не должны обязываться своей подписью на векселяхъ и т. д.; нарушеніе этихъ предписаній влечетъ за собою исключеніе и, кромѣ того, денежный штрафъ.

Назначеніе маклера производится исключительно декретомъ главы государства; право на выполненіе маклерскихъ функцій ограничивается мѣстомъ назначенія. Присяжный маклеръ не является государственнымъ чиновникомъ, „fonctionnaire“, но, подобно нотаріусу—„officier ministeriel“, т. е. лицомъ съ опредѣленнымъ, установленнымъ закономъ мандатомъ, съ соотвѣтственными правами и обязанностями. Предъ вступленіемъ въ должность онъ долженъ представить залогъ, который для Парижа установленъ въ размѣрѣ 250.000 фр., а для провинціальныхъ биржъ съ „паркетомъ“ колеблется въ предѣлахъ отъ 10.000 до 40.000 (Ліонъ) франковъ. По внесеніи залога маклеръ приводится коммерческимъ судомъ къ присягѣ на добросовѣстное и честное исполненіе его функцій. Такъ какъ отдѣльные носители даннаго званія (titulaires) или ихъ наслѣдники и правопреемники имѣютъ, начиная съ 1816 г., право предлагать преемника на свою должность,—принятіе кандидатуры котораго хотя должно быть проведено черезъ маклерскую камеру и утвержденіе министра финансовъ, но обычно безъ уважительной причины не отвергается,—то должность маклера de facto сдѣлалась продажной и—по крайней мѣрѣ, въ Парижѣ—высокоцѣнимой. Здѣсь, во времена расцвѣта Crédit Mobilier, а также и въ послѣднее десятилѣтіе, платили за маклерскую должность 2—$2^1/_2$ милл. фр.[1]) Иногда въ большихъ провинціальныхъ торговыхъ центрахъ, большею частью также и въ Парижѣ, маклера, хотя вообще они весьма состоятельны, оказываются не въ состояніи добыть изъ собственныхъ средствъ суммы, достаточныя для оплаты должности, залога и оборотныхъ средствъ. Въ этомъ случаѣ они обыкновенно поступаютъ такимъ образомъ, что, несмотря на запрещенія всякихъ подобныхъ ассоціацій, привлекаютъ къ себѣ лицъ, у которыхъ они занимаютъ деньги, въ качествѣ негласныхъ участниковъ, и эти послѣдніе на обиходномъ языкѣ часто называются неправильно сотоварищами („associés“). Законъ 2 іюля 1862 года опредѣленно разрѣшаетъ маклерамъ биржъ, имѣющихъ „паркетъ“, привлеченіе подобныхъ поставщиковъ денегъ („bailleurs de fonds“) въ предѣлахъ до 75% стоимости должности. Маклеръ долженъ,

[1]) Стоимость маклерскаго мѣста въ Парижѣ возросла съ 30.000 фр. вначалѣ до 850.000 фр., въ 1830 г; она упала послѣ іюльской революціи до 250.000 фр., составляла въ 1848 г. наканунѣ февральской революціи 950.000 фр., послѣ революціи—400.000 фр., въ 1857 г.—2,4 милл. фр., въ 1871 г.—1,4 милл. фр., въ 1898 г.—1,8 милл. фр. Назначенные въ 1898 г. новые 10 маклеровъ заплатили каждый—по 1.372.000 фр. за мѣсто въ пользу корпораціи своихъ коллегъ.

такимъ образомъ, обладать состояніемъ, по меньшей мѣрѣ, въ 25% стоимости должности плюсъ залогъ и необходимый оборотный капиталъ; послѣдній долженъ быть оцѣненъ для Парижа въ настоящее время въ суммѣ отъ 300.000 до 500.000 фр.

Маклера заключаютъ сдѣлки *отъ своего имени* и, такимъ образомъ, несутъ отвѣтственность за сдачу и оплату того, что они купили или продали. На биржѣ, гдѣ они функціонируютъ, обезпеченіемъ такой отвѣтственности—и ея одной—служитъ ихъ залогъ. Они не должны, за исключеніемъ извѣстныхъ единичныхъ случаевъ, никому отказывать въ своемъ посредничествѣ по заключенію сдѣлокъ съ допущенными къ котировкѣ цѣнностями, но они имѣютъ право требовать, чтобы имъ до исполненія заказа, даже и тогда, когда дѣло идетъ о срочныхъ сдѣлкахъ, были вручаемы самыя бумаги или деньги [1]). Если это требованіе не исполняется, то маклеръ обязанъ выполнять порученія лишь извѣстныхъ ему платежеспособныхъ лицъ и вправѣ требовать покрытія наличными или представленія залога въ легко реализуемыхъ бумагахъ. Если покрытіе состоитъ въ цѣнныхъ бумагахъ, то онъ можетъ ихъ продать и вырученныя деньги обратить въ свою пользу въ случаѣ невыполненія сдачи или платежа. Поскольку требуемое обезпеченіе не было ему предоставлено по прошествіи установленнаго трехдневнаго срока, онъ имѣетъ право покрыть себя посредствомъ контръ-сдѣлки за счетъ и рискъ лица, давшаго порученіе. Болѣе подробныя опредѣленія о правахъ маклера при просрочкѣ одного изъ контрагентовъ устанавливаются правилами отдѣльныхъ биржъ. Прежде лицу, заключающему срочныя сдѣлки, всегда было возможно выставить въ качествѣ возраженія, ссылку на воспрещающую иски изъ обязательствъ по игрѣ ст. 1965 гражданскаго кодекса, дѣйствію которой подлежалъ и маклеръ, если ему не были переданы уже при дачѣ порученія деньги или бумаги. Лишь послѣ горькаго опыта, вынесеннаго изъ биржевого краха 1882 г., допустимость такого возраженія была устранена. Законъ 28 марта 1885 года

[1]) Такъ какъ первоначально маклера были назначаемы лишь, какъ посредники въ наличной торговлѣ биржевыми цѣнностями и векселями, то они прежде были обязаны ставить это требованіе. Но и теперь срочная торговля во Франціи является лишь терпимой формой торговли цѣнными бумагами, и корпорація маклеровъ уполномочена закономъ въ предѣлахъ предоставленной имъ на биржѣ автономіи запрещать своимъ сочленамъ выполненіе порученій о продажѣ, если лицо, дающее порученіе, не сдаетъ продаваемыя бумаги фактически и не выдаетъ маклеру одновременно съ ордеромъ о продажѣ порученія о покупкѣ бумагъ на одинаковую или большую сумму.

объявилъ всѣ сдѣлки съ товарами и цѣнными бумагами, совершенныя на какой-либо оффиціально признанной биржѣ, имѣющими законную силу.

Маклерамъ воспрещена выдача справокъ и совѣтовъ, а также разсылка финансовыхъ циркуляровъ; маклера должны ограничиться чисто посреднической дѣятельностью. Поэтому имъ также строго воспрещена торговля за собственный счетъ,—хотя, какъ показываетъ опытъ, съ отрицательнымъ успѣхомъ, ибо и въ Парижѣ, и въ крупныхъ торговыхъ центрахъ собственная спекуляція маклеровъ черезъ подставныхъ лицъ очень распространена и является фактомъ общеизвѣстнымъ. Маклера обязаны вести книги о ежедневно заключаемыхъ сдѣлкахъ и строго соблюдать коммерческую тайну. Они имѣютъ право собираться только на биржѣ, и совершать сдѣлки должны лишь въ опредѣленные биржевые часы. Имъ запрещено имѣть посредниковъ въ какомъ-либо другомъ биржевомъ городѣ и передавать имъ свои порученія.

На 7-и биржахъ (въ Парижѣ, Бордо, Лиллѣ, Ліонѣ, Марсели, Нанси и Тулузѣ) маклерамъ отведено отгороженное, немного возвышенное пространство (отсюда названіе „паркетъ“), гдѣ они собираются въ биржевые часы и куда доступъ всякому другому лицу воспрещенъ. „Паркетъ“ можетъ быть учреждаемъ и снова упраздняемъ на каждой биржѣ, въ которой работаютъ, по меньшей мѣрѣ, 6 маклеровъ, министерскимъ декретомъ (декретъ отъ 7 октября 1890 г.). Маклера при биржахъ, снабженныхъ „паркетами“, могутъ приглашать для веденія своихъ дѣлъ въ качествѣ помощниковъ служащихъ въ ограниченномъ числѣ (ихъ называютъ „commis principaux“ или „assesseurs“), которые утверждаются маклерской камерой, подчиняются ея надзору и дисциплинарной власти и которымъ въ особенности воспрещено совершать операціи за собственный счетъ. Сдѣлки маклеровъ должны имѣть своимъ объектомъ лишь опредѣленныя родовымъ названіемъ цѣнности, но не конкретныя бумаги съ опредѣленными номерами или какими либо другими ихъ признаками. Маклеръ можетъ и долженъ требовать куртажъ за свою маклерскую дѣятельность. Величина этого куртажа опредѣляется маклерской камерой или коммерческимъ судомъ въ предѣлахъ закономъ установленнаго максимальнаго тарифа (таксы).

На каждой биржѣ маклера сорганизованы въ одну *корпорацію* съ вспомогательной кассой („caisse commune“), содержимой изъ небольшихъ отчисленій отъ полученныхъ куртажей и

т. п. Согласно декрету отъ 29 іюня 1898 г., „паркеты“, въ которыхъ числятся болѣе 40 agents de change, — что донынѣ имѣетъ мѣсто лишь въ одномъ Парижѣ, — несутъ солидарную отвѣтственность за всѣ обязательства каждаго маклера по биржевымъ сдѣлкамъ, въ отношеніи неликвидированныхъ операцій его кліента, въ размѣрахъ стоимости всѣхъ маклерскихъ должностей, имущества маклерской компаніи и представленныхъ залоговъ [1]). Напротивъ, отвѣтственность „паркета“, какъ это лишь въ 1911 г. показала финансовому міру отвѣтственность одного „agent de change“, не распространяется на помѣщенныя у маклера свободныя (т. е. не вытекающія изъ совершенныхъ сдѣлокъ) кліентскія депо бумагъ и на сдѣлки между маклерами съ мѣстными или иностранными коммиссіонерами и другими кредиторами. На биржахъ, имѣющихъ паркетъ, ежегодно должна быть избираема маклерская камера (chambre syndicale), состоящая изъ одного синдика и отъ 2-хъ до 8-ми помощниковъ (adjoints) его, въ зависимости отъ числа имѣющихся маклеровъ (въ Парижѣ ихъ 8). Маклерская камера организуетъ внутреннюю биржевую полицію, улаживаетъ споры и недоразумѣнія маклеровъ между собою или между ними и третьими лицами, разслѣдуетъ случаи нарушенія законовъ или распоряженій и доводитъ о послѣднихъ до свѣдѣнія оффиціальныхъ властей. Она можетъ присуждать своихъ членовъ къ дисциплинарнымъ штрафамъ, не исключая тѣмъ возможности вызова въ коммерческій судъ и подачи жалобъ въ уголовный судъ [2]); устраненіе съ биржи, которое не должно превышать двухъ мѣсяцевъ, можетъ быть назначено лишь съ утвержденія министра финансовъ. Маклерская камера, далѣе, управляетъ имуществомъ организаціи маклеровъ, заботится объ урегулированіи сдѣлокъ, заключенныхъ между отдѣльными маклерами, составляетъ ежедневный биржевой бюллетень и рѣшаетъ

---

[1]) Съ нѣкоторыхъ сторонъ выражается сомнѣніе, является ли постановленіе упомянутаго декрета имѣющимъ законное основаніе, такъ какъ по ст. 1200 гражданскаго кодекса солидарная отвѣтственность можетъ быть предписана лишь путемъ закона. Фактически маклерскія компаніи въ провинціи приняли на себя до 1913 г. добровольно аналогичную отвѣтственность, однако, напр. ліонская маклерская камера отказалась въ 1913 году принять на себя, обязательства подпавшаго подъ конкурсъ члена, простиравшіяся на сумму до 3 милл. франковъ.

[2]) Дисциплинарная власть надъ профессіональнымъ союзомъ маклеровъ, предоставленная парижской Chambre syndicale еще указомъ 29 мая 1816 г., была получена синдикальными камерами въ провинціи лишь на основаніи декрета 1890 года.

въ первой инстанціи вопросы о допущеніи цѣнныхъ бумагъ къ обращенію на биржѣ [1]). Синдикъ обязанъ слѣдить за исполненіемъ постановленій маклерской камеры и представляетъ корпорацію на судѣ и во всѣхъ внѣшнихъ сношеніяхъ.

На биржахъ, не имѣющихъ „паркета“, функціи, выполняемыя на другихъ биржахъ chambre syndicale, принадлежатъ общему собранію маклеровъ и коммерческому суду.

Для *установленія биржевыхъ курсовъ* руководящими указаніями являются правила, заключающіяся въ регламентѣ отдѣльныхъ биржъ. Имѣется общее предписаніе, что биржевой бюллетень долженъ давать свѣдѣнія о всѣхъ обращающихся на биржѣ бумажныхъ цѣнностяхъ и сообщать о начальномъ и заключительномъ, высшемъ и низшемъ курсѣ.

Высшій надзоръ надъ организаціей фондовыхъ биржъ съ „паркетомъ“ принадлежитъ министру финансовъ (декретъ отъ 2 іюля 1862 г.), безъ утвержденія котораго не должно быть допускаемо обращеніе цѣнныхъ бумагъ на биржѣ и котировка ихъ и который по вопросу о допущеніи иностранныхъ бумагъ всегда предварительно сносится съ министромъ иностранныхъ дѣлъ [2]).

Биржи безъ „паркета“ подчинены министру финансовъ, а во французскихъ колоніяхъ—министру колоній (указы 3 іюля 1816 г. и 6 апрѣля 1834 г.).

Налогъ съ биржевыхъ оборотовъ. Съ 1 іюня 1893 г. введенъ налогъ на биржевые обороты (законъ 28 апрѣля 1893 г.), который уплачивается покупателемъ и продавцемъ въ размѣрѣ 5 сантимовъ за каждую полную или неполную тысячу по операціямъ купли продажи и въ половинномъ размѣрѣ—по репортнымъ операціямъ; налогъ на французскую ренту съ 1895 г. пониженъ до $1^1/_4$ сантимовъ. Кромѣ налога съ биржевого оборота, каждый разсчетный ордеръ облагается еще гербовымъ сборомъ въ 10 сантимовъ (законъ 23 августа 1871 г.). Для взиманія налога съ оборотовъ каждый, кто ведетъ въ качествѣ профессіонала торговлю биржевыми цѣнностями, обязанъ имѣть у себя одинъ реестръ для наличныхъ, кассовыхъ сдѣлокъ и другой

---

[1]) Если министръ отказываетъ въ разрѣшеніи, то помѣщеніе бумагъ все же возможно путемъ непосредственнаго размѣщенія ихъ самими эмиссіонными учрежденіями, минуя введеніе ихъ на биржу.

[2]) Относительно допущенія цѣнныхъ бумагъ къ обращенію на парижскую биржу и соотвѣтственныхъ постановленій провинціальныхъ биржъ см. ниже въ статьѣ *А. Н. Зака.* *Прим. ред.*

для срочныхъ и заносить туда всѣ совершенныя сдѣлки. Дважды въ мѣсяцъ выписки изъ реестровъ должны представляться въ регистратурное бюро (Bureau de l'enregistrement) съ приложеніемъ причитающейся суммы налога. Внесеніе въ реестръ для законности биржевой сдѣлки необходимо. Относительно прочихъ видовъ обложенія цѣнныхъ бумагъ см. ниже (стр. 123 прим. 1).

3. Организація парижской фондовой биржи.

Что придаетъ парижской биржѣ своеобразный отпечатокъ и отличаетъ ее отъ всѣхъ другихъ міровыхъ фондовыхъ биржъ, это ея раздвоеніе, параллельное существованіе въ томъ же самомъ биржевомъ залѣ, раздѣленныхъ лишь перегородкой,—одного рынка, организованнаго на монопольныхъ началахъ подъ эгидою закономъ установленныхъ правилъ, оффиціальнаго, и другого — свободнаго. Оффиціальное биржевое время приказомъ полицейскаго префекта установлено съ 12 до 3 ч. дня, а по субботамъ съ 1 мая по 15 іюня и ежедневно (исключая ликвидаціонные дни) въ теченіе лѣта (15 іюня—15 сентября)—лишь съ 12 до 2 ч. дня. Залъ, однако, открытъ уже съ $11^1/_2$ час. для операцій кулиссы съ рентой и для урегулированія данныхъ „commis au comptant“ порученій по „среднему курсу дня“ для наличнаго рынка „паркета“. На свободномъ рынкѣ обороты начинаются при оживленномъ ходѣ дѣлъ уже въ $11^1/_2$ ч. дня и заканчиваются лишь къ 4 часамъ.

a. Паркетъ. Для того чтобы справляться съ массою биржевыхъ дѣлъ, при незначительномъ общемъ числѣ маклеровъ, не превышающемъ 70, каждый изъ нихъ вправѣ приглашать къ себѣ въ помощь по 6 „commis principaux“; послѣдніе, помимо получаемаго жалованія, принимаютъ также участіе въ чистой прибыли; часто они являются одновременно вкладчиками въ дѣлѣ своего маклера. Въ противоположность инымъ міровымъ биржамъ, здѣсь не существуетъ никакого раздѣленія труда между отдѣльными маклерами; всѣ торгуютъ всевозможными цѣнностями, безъ того чтобы какой-либо маклеръ, въ силу лучшаго знакомства его съ какимъ-либо рынкомъ, получалъ предпочтительно предложенія на спеціальную биржевую бумагу. Для облегченія заключенія сдѣлокъ внутри „паркета“ существуютъ 6 группъ. Въ самой центральной и важной группѣ, въ предѣлахъ внутренняго кольца („corbeille“), маклера самолично совершаютъ операціи по срочнымъ сдѣлкамъ съ французской рентой. Здѣсь они не мо-

гутъ быть замѣщаемы своими assesseur'ами, а только лишь товарищами по профессіи.

Вокругъ внутренняго кольца „corbeille“ группируются пять боковыхъ колецъ („corbeilles subsidiaires“), по одному для каждой изъ группъ, именно: 1) Extérieure, гдѣ, наряду съ испанской рентой, производятся крупныя операціи съ прочими испанскими цѣнностями; 2) группа Rio, названная такъ по наименованію важнѣйшей спекулятивной бумаги,—акціи „Rio Tinto“; 3) группа Métro, гдѣ заключаются сдѣлки съ акціями парижскихъ транспортныхъ предпріятій и съ иными промышленными цѣнностями; 4) обслуживающая обороты съ Балканскими цѣнностями турецкая группа и, наконецъ, 5) одна группа для оборотовъ на рынкѣ кассовыхъ сдѣлокъ. Каждой группѣ данъ служащій—„côteur“, который, слѣдя за совершаемыми сдѣлками, записываетъ курсы для оффиціальнаго биржевого бюллетеня. Въ этихъ пяти боковыхъ кольцахъ сдѣлки заключаются при участіи упомянутыхъ помощниковъ маклеровъ „assesseurs“ (commis principaux); сдѣлки громко выкрикиваются, такъ что чужіе посѣтители получаютъ точное представленіе обо всемъ, что происходитъ. Эта гласность, въ связи съ единствомъ мѣста и запрещеніемъ для маклеровъ самостоятельнаго участія въ сдѣлкахъ, должна служить ручательствомъ вѣрности курсовъ [1]), устанавливаемыхъ и контролируемыхъ съ большой тщательностью[2]). Въ котировку включаются начальный и заключительный курсы, а также высшій и низшій курсы дня.

Бумагами торгуютъ либо, какъ рентой, т. е. источникомъ опредѣленнаго процентнаго дохода, который онѣ приносятъ (таковы большинство государственныхъ займовъ), либо по номинальной стоимости, на нихъ обозначенной (напр., многія иностранныя государственныя бумаги), либо, наконецъ, поштучно, какъ обычно акціями и коммунальными, банковыми, промышленными и другими облигаціями. Текущіе проценты всегда включаются въ курсъ.

Подавляющее число оборотовъ совершается на срокъ. Смотря по роду цѣнныхъ бумагъ, разсчетъ производится либо ежемѣсячно (ultimo), либо, что наблюдается наичаще, полумѣсячно (medio и ultimo); соотвѣтственно то же относится и къ пролон-

[1]) Общеизвѣстно, впрочемъ, что служащіе маклеровъ нерѣдко спекулируютъ за спиною кліентовъ, чтобы обезпечить себя побочными заработками.

[2]) Болѣе подробныя свѣдѣнія о котировкѣ и установленіи курсовъ см. ниже въ статьѣ Dr. *W. Prion'a*. *Прим. ред.*

гаціямъ. Твердыя сдѣлки могутъ быть заключены лишь на ближайшій ликвидаціонный срокъ, сдѣлки съ преміей — на третій. Каждый покупатель на сроки имѣетъ право, если не обусловлено противоположное, въ любой моментъ до начала ликвидаціи превратить свою срочную сдѣлку въ сдѣлку за наличныя, требуя сдачи бумагъ не позже, чѣмъ на пятый день („droit de l'escompte"). Срочныя сдѣлки могутъ быть заключаемы только на опредѣленныя количества штукъ („coupures"); эти количества составляютъ для всѣхъ продаваемыхъ поштучно бумагъ 25 штукъ, для фондовъ, имѣющихъ характеръ ренты, столько, сколько соотвѣтствуетъ номинальной суммѣ въ 50.000 фр. Наличныя сдѣлки, естественно, не связаны подобными ограниченіями. Маклерская камера опредѣляетъ, какія бумаги могутъ котироваться и обращаться только за наличный разсчетъ и какія также на срокъ. Относительно ликвидаціи сдѣлокъ, точныя указанія даютъ декреты 7 октября 1890 г. и 29 февраля 1898 г. Для ликвидаціи сдѣлокъ-ultimo [1]) назначено 5 дней. Репортированіе происходитъ въ послѣдній день мѣсяца, а если этотъ день—праздничный, то въ ближайшій биржевой день; въ послѣдующій день совершается объявленіе рѣшеній о сдѣлкахъ, на третій день—сдача бумагъ и выплата разницъ маклерамъ, на четвертый день—полученіе разницъ отъ маклеровъ, на пятый день—сдача бумагъ маклерами и уплата ими разницы другъ другу. Ликвидація сдѣлокъ-medio требуетъ лишь 4 дня.

Нормы куртажа установлены синдикатской камерой, соотвѣтственно одобренной министерскимъ декретомъ 22 іюля 1901 г. повышенной таксѣ, и являются обязательными. Онѣ должны быть уплачиваемы покупателями и продавцами за пролонгаціи и сдѣлки на преміи въ томъ же размѣрѣ, какъ и за покупку и продажу. Оказывать скидки крупнымъ кліентамъ воспрещено, исключая разрѣшенной скидки (remise) въ 20% въ сдѣлкахъ за наличныя профессіональнымъ биржевымъ комиссіонерамъ (посредникамъ). Куртажъ при сдѣлкахъ съ акціями и облигаціями курсовой стоимостью до 250 фр. составляетъ 25 сантимовъ, стоимостью отъ 250 до 500 фр.—50 сантимовъ, въ дальнѣйшемъ—1% суммы нетто сдѣлки, минимумъ 50 сантимовъ. Когда для одного кліента въ одинъ день заключаются сдѣлки по куплѣ

[1]) Ликвидація срочныхъ сдѣлокъ совершается подобно тому, какъ на другихъ европейскихъ и нью-іоркской биржахъ, при помощи особаго ликвидаціоннаго бюро; наличные остатки (сальдо) счетовъ уравниваются путемъ переводовъ на Banque de France.

и по продажѣ, то меньшая сторона счета не оплачивается куртажемъ. Какъ уже упомянуто выше, профессіональному посреднику въ биржевыхъ операціяхъ, а также крупнымъ банкамъ, у которыхъ скопляется очень большая часть биржевыхъ ордеровъ, запрещено компенсировать равнозначущія требованія на покупку и продажу оффиціально котируемыхъ бумажныхъ цѣнностей; и тѣ и другія должны быть проведены черезъ книги одного изъ биржевыхъ маклеровъ. Это обозначаетъ чрезвычайное усиленіе монополіи „паркета“ и значительно способствуетъ повышенію его доходовъ [1]). На размѣрахъ этихъ послѣднихъ, однако, неблагопріятно отражается то, что въ результатѣ наступившей въ теченіе послѣднихъ десятилѣтій во французскомъ банковомъ дѣлѣ сильной концентраціи,—биржа, какъ аппаратъ для помѣщенія бумажныхъ цѣнностей, все болѣе вытѣсняется крупными банками, работающими помощью сильно развѣтвленной сѣти филіаловъ и размѣщающими при ихъ посредствѣ свои эмиссіи. Ущербъ, причиняемый маклерамъ отъ уменьшенія ихъ куртажа, возмѣщается имъ, однако, въ нѣкоторой степени благодаря участію ихъ въ новыхъ эмиссіяхъ.

Такъ какъ установленная солидарная отвѣтственность даетъ биржевой публикѣ возможно вѣрное обезпеченіе исполненія отдѣльными маклерами ихъ обязательствъ (впрочемъ, лишь въ отношеніи обязательствъ, вытекающихъ изъ принятыхъ порученій, а не изъ довѣренныхъ имъ депо и проч.), то маклера обладаютъ значительной крупнокапитальной частной кліентурой, которая не только поручаетъ имъ свои обычныя биржевыя операціи, но и помѣщаетъ у нихъ свободные рессурсы въ репортныхъ сдѣлкахъ и часто оставляетъ лежать у нихъ значительныя денежныя суммы и депо цѣнныхъ бумагъ [2]). Впрочемъ, порученія публики, посколько эти порученія не передаются банками и банкирами маклерамъ, передаются большей частью черезъ посредство „remisiers“, получающихъ за свои услуги долю

[1]) Jannet въ 1892 г., — т. е. до изданія закона отъ 13 апрѣля 1898 г., обезпечивающаго болѣе высокую ренту,—оцѣнилъ доходы - брутто маклеровъ по взиманію куртажа въ среднемъ за годъ—въ суммѣ около 50 милл. фр., общіе расходы и выдачи въ качествѣ ремизъ—въ 35 милл. фр., а долю участія отдѣльныхъ маклеровъ въ остающейся чистой прибыли—отъ 100.000 до 500.000 франковъ.

[2]) Послѣ упомянутаго выше объявленія конкурса по дѣламъ маклера, совершившаго крупныя злоупотребленія и мошенничества, несмотря даже на то, что организація маклеровъ, не будучи къ тому обязана, пополнила пострадавшія кліентскія депо, значительное количество ихъ все же было взято у маклеровъ ихъ кліентами.

куртажа. Эти „remisiers“ являются собственно вдохновителями спекулятивныхъ сдѣлокъ, и въ многочисленныхъ случаяхъ они покрываютъ своимъ именемъ и спекуляціи самихъ маклеровъ.

Благодаря своимъ крупнымъ состояніямъ, маклера могутъ подчасъ (хотя бы это и выходило за рамки ихъ оффиціальнаго положенія) оказывать существенное вліяніе путемъ интервенціонныхъ покупокъ на поддержаніе курса французской ренты. Ихъ незначительное число, въ связи съ отсутствіемъ антагонизма интересовъ въ ихъ средѣ, облегчаетъ осуществленіе мѣръ, при помощи которыхъ возможно не допускать обезцѣненія курса, вызываемаго бланковыми продажами со стороны спекулянтовъ понижателей. Такъ, во время минувшей русско-японской войны организаціей маклеровъ,—безъ предварительнаго соглашенія съ министромъ финансовъ, какъ это требуется при всѣхъ болѣе важныхъ мѣропріятіяхъ, хотя бы и входящихъ въ компетенцію корпораціи,—было постановлено принимать порученія на продажу русскихъ цѣнностей лишь въ томъ случаѣ, когда сдача бумагъ можетъ быть произведена уже при выдачѣ ордера. Послѣ возникновенія Балканской войны въ октябрѣ 1912 г. маклерамъ было воспрещено синдикатской камерой,—въ цѣляхъ противодѣйствія общему выступленію понижательной спекуляціи,—приводить въ исполненіе приказы и порученія о продажахъ, когда препоручитель фактически не передаетъ продаваемыхъ бумагъ или, одновременно съ приказомъ о продажѣ, не выдаетъ твердаго приказа о покупкѣ бумагъ на одинаковую, по меньшей мѣрѣ, сумму съ ордеромъ о продажѣ.

в. Кулиса (иначе называемая „marché en banque“ и „marché libre“). Законодательное урегулированіе 1898 г. принесло кулиссѣ то единственное добро, что она впервые признана была закономъ и получила въ извѣстной степени право на оффиціальное существованіе. Число спекулянтовъ кулиссы, естественно, не ограничено; каждый можетъ стать имъ, такъ какъ для этого нужно только обосноваться въ качествѣ такового, затратить соотвѣтственный оборотный капиталъ, платить установленный сборъ и называть себя банкиромъ. Нужно различать три категоріи „coulissiers“: 1) такихъ, которые, по примѣру англійскихъ jobbers, оперируютъ лишь за свой счетъ, въ качествѣ спекулянтовъ арбитражеровъ, представляя собою то, что понимаютъ подъ названіемъ „coulissiers“ на другихъ биржахъ; затѣмъ 2) такихъ, которые обслуживаютъ исключительно биржевыя операціи извѣстныхъ финансовыхъ группъ и консорціумовъ; наконецъ, 3) третья и самая выдающаяся

категорія,—это тѣ дѣльцы, которые исключительно или главнѣйшимъ образомъ занимаются комиссіонными дѣлами.

Какъ отмѣчено выше, уже довольно рано часть „кулиссьеровъ“ образовала извѣстную свободную „организацію“; основались группы, которыя черезъ посредство избраннаго комитета стали развивать свои срочныя сдѣлки. Послѣ реорганизаціи биржевого устройства въ 1898 году, большинство наиболѣе крупныхъ и капитальныхъ фирмъ вошло въ составъ двухъ корпорацій („Syndicats des coulissiers inscrits“), подвѣдомственныхъ дѣйствію постановленій закона 21 апрѣля 1884 г.: 1) „Syndicat de Banquiers en valeurs en comptant“ и 2) „Syndicat des Banquiers en valeurs à terme“ [1]), а сверхъ того также „Coulisse des rentes françaises“. Такъ какъ торговля французской рентой составляетъ по закону монополію „паркета“, и поэтому сдѣлки, совершаемыя „кулиссьерами“ съ этими цѣнностями, при терпимомъ отношеніи правительства, въ силу соглашенія 1898 г., являются съ правовой точки зрѣнія незаконными и не имѣютъ исковой силы,—то организація для торговли рентой не могла принять формы оффиціальной корпораціи. Синдикатъ „кулиссьеровъ“ по срочной торговлѣ насчитываетъ въ данное время въ своемъ составѣ 110 членовъ, синдикатъ наличной торговли—146 членовъ, большая часть которыхъ принадлежитъ и къ составу перваго синдиката и къ „Coulisse des Rentes“. Условія допущенія въ число членовъ обѣихъ корпорацій неоднократно становились все болѣе тяжелыми, чтобы устранить нежелательные элементы, недостаточно солидныя фирмы и международныхъ jobber'овъ. Только представители французской націи [2]) могутъ быть приняты въ настоящее время, при условіи рекомендаціи ихъ двумя членами корпораціи. Въ качествѣ минимальнаго капитала обезпеченія (въ 1898 г. лишь 300.000 фр.) требуется отъ вновь допускаемыхъ фирмъ начиная съ 18 марта 1907 г., внесеніе полностью 1.000.000 фр. (для фирмъ кулиссы уже ранѣе включенныхъ въ корпорацію —500.000 фр.). Отъ фирмъ, исключительно принадлежащихъ синдикату наличной торговли—500.000 франковъ; акціонерныя общества не принимаются въ составъ членовъ [3]). Каждый членъ

[1]) Въ новѣйшее время называется просто: „Syndicat des Banquiers en valeurs“.

[2]) Незначительное число иностранцевъ присоединилось къ корпораціи еще въ самомъ началѣ.

[3]) Это вызываетъ значительное увеличеніе куртажныхъ доходовъ членовъ корпораціи, такъ какъ акціонерные банки, вслѣдствіе этого,—поскольку они не могутъ сами компенсировать поступающихъ къ нимъ требованій на котирующіяся въ кулиссѣ бумаги,—вынуждены пользоваться посредничествомъ кого либо изъ „кулиссьеровъ“.

корпораціи срочныхъ сдѣлокъ обязанъ ежемѣсячно, по требованію синдикатской камеры (см. ниже), въ качествѣ обезпеченія его обязательствъ, вносить залогъ въ суммѣ до 100.000 фр.; каждый членъ „Coulisse des rentes françaises"—до 25.000 фр.; этотъ залогъ принимается въ разсчетъ при ликвидаціи. Синдицированнымъ „кулиссьерамъ" воспрещено заключать сдѣлки не съ членами соотвѣтственной корпораціи и съ другими бумагами, кромѣ допущенныхъ къ котировкѣ данной синдикатской камерой. Не безусловно признанное французскимъ закономъ право комиссіонера на самостоятельное вступленіе въ сдѣлку для членовъ корпораціи признается, согласно ихъ статутамъ, посколько это категорически не исключено со стороны комиттентовъ; естественно, это право не распространяется на цѣнности „паркета" [1]). Попытки къ сліянію обѣихъ корпорацій въ одинъ „синдикатъ", съ выключеніемъ тѣхъ членовъ корпораціи наличной торговли, которые, наряду съ комиссіонными операціями, занимаются также весьма доходными дѣлами по размѣщенію новыхъ цѣнностей, и при одновременномъ установленіи болѣе строгой регламентаціи —потерпѣли фіаско, благодаря противодѣйствію кулиссы наличной торговли.

Обѣ корпораціи ежегодно избираютъ „chambre syndicale" (число членовъ въ настоящее время составляетъ 9 для наличной —и 10 для срочной синдикатской камеры), съ аналогичными, хотя менѣе обширными полномочіями, какими надѣлены agents de change. А именно, камера обладаетъ дисциплинарной властью надъ членами и правомъ установленія нормъ куртажнаго вознагражденія, правомъ допущенія на биржу цѣнныхъ бумагъ и отмѣтки ихъ курсовъ въ издаваемомъ ею котировочномъ бюллетенѣ. *Допущеніе* связано формально такими же условіями, какія дѣйствуютъ въ оффиціальномъ оборотѣ. Какъ и тамъ, здѣсь требуется указать правительству платежеспособнаго представителя, который беретъ на себя уплату сборовъ (см. ниже) и требуется министерское одобреніе. Банкъ или иная фирма, добивающаяся введенія своихъ бумагъ на биржу, должны при этомъ представить доказательства, что данный заемъ производится въ установленномъ порядкѣ или что регистрируемое предпріятіе удовлетворяетъ законнымъ условіямъ.

[1]) Три владѣльца мѣняльныхъ лавокъ („maisons de contrepartie"), которымъ удалось быть принятыми въ составъ корпораціи кулиссы, нѣсколько лѣтъ тому назадъ были привлечены „паркетомъ" къ суду за вмѣшательство въ функціи agents de change и осуждены.

Котировочный бюллетень срочной кулиссы сообщаетъ курсы въ той-же формѣ, какъ и бюллетень „паркета“, котировочный же бюллетень наличной кулиссы, напротивъ, содержитъ въ себѣ лишь высшій и низшій курсы дня. Начальный курсъ можно узнать лишь изъ свободныхъ частныхъ курсовыхъ листковъ, изъ которыхъ наиболѣе извѣстны Cote Desfossés („Les cours de la Banque et de la Bourse“) и Cote Vidal („La Cote de la Bourse et de la Banque“); эти изданія приводятъ одновременно курсы „паркета“ и корпораціи кулиссы, а также курсы цѣнностей свободнаго рынка („valeurs en banque“), съ которыми совершаются обороты внѣ обѣихъ корпорацій.

Какъ выше было упомянуто, *число обращающихся въ кулиссѣ бумагъ* значительно увеличилось въ теченіе послѣдняго десятилѣтія, частью за счетъ излюбленныхъ спекулятивныхъ бумагъ, оффиціально не допускаемыхъ къ котировкѣ. Наряду съ французской рентой, совершаются срочныя сдѣлки съ южно-американскими, мексиканскими и нѣкоторыми немногочисленными европейскими государственными, провинціальными и городскими займами и съ иностранными бумагами, въ особенности акціями и облигаціями русскихъ и южно-американскихъ горнозаводскихъ, промышленныхъ и транспортныхъ обществъ, а также съ акціями южно-африканскихъ и мексиканскихъ горныхъ предпріятій, затѣмъ резиновыхъ, каучуковыхъ, автомобильныхъ, фонографическихъ, кинематографическихъ и проч. обществъ.

Цѣнныя бумаги, подлежащія публичной подпискѣ, даже если онѣ представляются къ обращенію и котировкѣ въ „паркетѣ“, становятся объектомъ торговли въ кулиссѣ за 5—10 дней до открытія подписки, причемъ сдѣлки совершаются какъ съ опредѣленнымъ количествомъ, такъ и условно съ принятіемъ во вниманіе возможныхъ результатовъ разверстки; если же допущеніе къ котировкѣ въ „паркетѣ“ тѣмъ временемъ послѣдовало, то торговля въ кулиссѣ пріостанавливается въ день открытія подписки. Въ тотъ моментъ, когда обращавшаяся до того въ кулиссѣ цѣнная бумага допущена къ котировкѣ въ „паркетѣ“, она тотчасъ исключается изъ оборотовъ кулиссы [1]). Лишь тѣ бумаги не подлежатъ исключенію изъ состава портфеля кулиссы, которыя не отвѣчаютъ установленнымъ законодательствомъ правиламъ относительно допущенія биржевыхъ цѣнностей къ оффиціальной котировкѣ.

[1]) Рѣшеніе кассаціоннаго суда отъ 1 іюня 1885 г.

Сдѣлки съ цѣнностями кулиссы регулируются въ общемъ правилами, дѣйствующими для „паркета“, но срочныя сдѣлки заключаются исключительно per ultimo, и право превращенія ихъ въ кассовыя („droit de l'escompte“) не сохраняется. Ликвидація сдѣлокъ-ultimo совершается точно такимъ же образомъ и въ тѣ же дни, какъ и въ „паркетѣ“. Какъ и тамъ, торговля между членами корпорацій кулиссы происходитъ въ группахъ. Каждая отдѣльная фирма должна уполномочить не болѣе двухъ представителей („teneurs d'un carnet“) въ каждую группу для заключенія сдѣлокъ. Выполненіе порученій представителямъ фирмы, принадлежащей къ составу синдиката, воспрещено; нарушенія караются со стороны „Chambre syndicale“ денежными и дисциплинарными взысканіями. *Нормы куртажнаго вознагражденія*, послѣднее измѣненіе которыхъ послѣдовало въ 1912 году, въ среднемъ оказываются выше въ кулиссѣ, чѣмъ въ „паркетѣ“ [1]). Банкамъ и другимъ профессіональнымъ комиссіонерамъ дѣлается скидка въ размѣрѣ 50% съ суммы куртажа. Многочисленные „remisiers“ занимаются въ болѣе крупныхъ биржахъ и торговыхъ пунктахъ внутри страны и заграницей, какъ и въ самомъ Парижѣ, собираніемъ порученій и заказовъ.

Въ общемъ, члены корпорацій кулиссы обыкновенно располагаютъ весьма крупными денежными рессурсами. Къ нимъ, однако, не притекаютъ крупныя деньги отъ частныхъ капиталистовъ для помѣщенія въ репортныхъ операціяхъ, какъ это наблюдается въ отношеніи оффиціальныхъ маклеровъ, такъ что они въ гораздо большей степени, чѣмъ тѣ, поставлены въ необходимость для выполненія порученій своихъ кліентовъ разсчитывать на полученіе оборотныхъ средствъ изъ банковъ. Нормы вознагражденія за репортныя сдѣлки вслѣдствіе этого, а также изъ-за меньшей обезпеченности, которую представляютъ репортныя операціи по сравненію съ тѣми, какія производятся въ „паркетѣ“,— всегда стоятъ на болѣе высокомъ уровнѣ, чѣмъ тамъ, разумѣется, если только не накопились крупныя сдѣлки на пониженіе.

Кромѣ обѣихъ корпорацій кулиссы, а также „Coulisse des rentes françaises“, сдѣлки съ „valeurs en banque“ совершаются

[1]) Онѣ составляютъ въ сдѣлкахъ на наличныя (минимумъ—1 фр.) для обращающихся въ процентахъ номинала цѣнностей—1/4%, для продаваемыхъ на условіяхъ обратной выплаты—отъ 12½ сантим. (при курсовой цѣнности въ 12½ фр.) и до 2, 50 фр. (курсовая цѣнность—до 1000 фр.) или 3% (курсовая цѣнность—выше 1000 фр.). При одновременномъ посредничествѣ въ сдѣлкахъ по куплѣ и продажѣ меньшая сторона счета не остается свободной отъ куртажа, какъ это имѣетъ мѣсто въ „паркетѣ“.

при участіи биржевыхъ зайцевъ (courtiers marrons), „свободныхъ“ комиссіонныхъ конторъ, „свободныхъ“ спекулянтовъ, торгующихъ за собственный счетъ и т. д. по курсамъ, которые можно отыскать лишь въ частныхъ котировочныхъ листкахъ (см. выше).

4. Критика существующей организаціи. Значеніе парижской фондовой биржи.

Монопольная организація французскихъ фондовыхъ биржъ представляетъ то преимущество, что, благодаря запрещенію самостоятельнаго вступленія въ сдѣлку комиссіонеровъ, при биржевыхъ порученіяхъ на оффиціально котируемыя бумаги, движеніе курсовъ соотвѣтствуетъ въ гораздо большей степени дѣйствительному соотношенію между спросомъ и предложеніемъ, чѣмъ въ другихъ континентальныхъ странахъ съ сильно развитой банковой концентраціей, гдѣ банки выполняютъ большую часть приказовъ по закупкѣ и продажѣ бумагъ безъ привлеченія къ участію биржи. Точно также солидарная отвѣтственность оффиціальныхъ маклеровъ гарантируетъ парижскому оффиціальному рынку обезпеченность выполненія обязательствъ, какой не предоставляетъ ни одна другая крупная биржа, хотя, правда, парижскій рынокъ, вслѣдствіе открывающейся благодаря этому возможности сокрытія истиннаго соотношенія борющихся повышателей и понижателей,—сильно потерялъ въ смыслѣ своей обозримости. Обороты свободнаго рынка также, вѣроятно, предоставляютъ въ Парижѣ нѣсколько болѣе высокую степень обезпеченности и надежности, чѣмъ на большинствѣ другихъ міровыхъ биржъ, благодаря организаціи корпораціи кулиссы, которая равнымъ образомъ стремится къ извѣстнаго рода монополіи, хотя бы и не въ столь полной мѣрѣ.

Этимъ преимуществамъ противостоитъ крупный недостатокъ, порождаемый маклерской монополіей, въ отношеніи рыночной ходкости парижскихъ цѣнностей „паркета“: недостаетъ эластичности рынка, присущей всѣмъ другимъ большимъ европейскимъ континентальнымъ биржамъ благодаря существованію кулиссы для *всѣхъ бумагъ*,—эластичности, которая сказывается въ томъ, что кругъ лицъ въ кулиссѣ, смотря по положенію рынка, либо расширяется, либо сокращается. Биржа требуетъ, какъ и всякій другой рынокъ, возможно широкой доступности, поскольку не предвидится опасности злоупотребленій. Нѣтъ достаточныхъ основаній къ тому, чтобы посредничество въ биржевыхъ трансакціяхъ составляло весьма прибыльную частную мо-

нополію небольшого числа привилегированныхъ лицъ. И дѣйствительно, ученые экономисты, какъ и благоразумные практики, требовали уже въ теченіе многихъ десятилѣтій упраздненія монополіи agents de change [1]),—указывая, между прочимъ, что монополія товарныхъ маклеровъ была уничтожена еще въ 1866 году. Однако, на это упраздненіе, конечно, нельзя разсчитывать въ ближайшее время, благодаря высокой цѣнности, представляемой должностями маклеровъ, и уже въ силу тѣхъ крупныхъ суммъ по возмѣщенію потерь, которыя пришлось бы уплатить за уничтоженіе этихъ должностей.

Значеніе парижской биржи, какъ рынка для долгосрочныхъ заемныхъ и предпринимательскихъ капиталовъ, умаляется не только охарактеризованными организаціонно-техническими недостатками, но еще и другими моментами.

1) Какъ аппаратъ для помѣщенія новыхъ цѣнностей, парижская биржа еще болѣе, чѣмъ въ другихъ государствахъ, вытѣсняется крупными банками, обычно размѣщающими цѣликомъ выпуски новыхъ бумагъ прямо среди частной публики. Такимъ путемъ размѣщенныя бумаги не имѣютъ собственно никакого рынка на биржѣ и оказываются совершенно нереализуемыми въ случаѣ, если эмиссіонное учрежденіе отказывается принять ихъ обратно. 2) Все болѣе и болѣе проявляющійся „финансовый націонализмъ“, который въ очень многихъ случаяхъ мѣшалъ помѣщенію выпущенныхъ въ послѣднее десятилѣтіе иностранныхъ займовъ также и на другихъ большихъ биржахъ (кромѣ развѣ биржъ обыкновенно финансово-слабаго, занимающаго государства). Это препятствовало интернаціонализаціи этихъ бумагъ и такимъ образомъ изолировало парижскую биржу до извѣстной степени отъ другихъ руководящихъ капитальныхъ рынковъ. Современное тяжелое положеніе парижскаго финансоваго рынка, которое слѣдуетъ приписать, прежде всего, чрезмѣрной эмиссіонной дѣятельности, въ связи съ одностороннимъ устремленіемъ къ помѣщенію капиталовъ въ бумагахъ типа ренты, бумагахъ, по большей части, менѣе солидныхъ,—находится отчасти въ зависимости отъ вышеуказаннаго обстоятельства. 3) Чрезмѣрное обремененіе цѣнныхъ бумагъ, въ частности ино-

[1]) Такъ, высказались противъ монополіи въ засѣданіяхъ 1859, 1893 и 1898 г.г., созванныхъ для обсужденія вопроса—„Société d'Economie Politique“ (см. „Journal des Economistes“, 15 IV 1859, 15 IV 1893, 15 VI 1898 г.), въ 1898 г.—парижская торговая палата и Tribunal de Commerce de la Seine.

странныхъ государственныхъ бумагъ, налогами и пошлинами [1]) устраняетъ отъ французскаго рынка (не говоря уже о томъ, что это очень затрудняетъ арбитражъ съ заграницей) какъ-разъ наилучшіе займы, ибо для высокопроцентныхъ, но менѣе солидныхъ займовъ обложеніе сборами на нѣсколько лишнихъ процентовъ играетъ менѣе значительную роль. Это же обстоятельство, въ связи съ чрезвычайно высокими наслѣдственными пошлинами, побуждаетъ обходить французскіе банки и биржи при помѣщеніи крупныхъ капиталовъ заграницей. Это явленіе въ послѣднее десятилѣтіе приняло уже широкіе размѣры и должно еще болѣе усилиться, въ виду новаго повышенія обложенія биржевыхъ цѣнностей.

Особое значеніе и могущество парижской биржи зиждутся поэтому не столько на громадности ея оборотовъ, а главнымъ образомъ,—благодаря своеобразному строю французскаго народнаго хозяйства,—на чрезвычайно мощной покупательной силѣ французской публики на кассовомъ, наличномъ рынкѣ.

5. Провинціальныя биржи.

Еще въ большей степени, чѣмъ въ другихъ европейскихъ

---

[1]) *Обложеніе цѣнныхъ бумагъ* во Франціи очень сложно. Согласно новѣйшимъ дѣйствующимъ съ 1 іюля 1914 г. нормамъ, взимается:

а) съ *французскихъ* цѣнностей: *эмиссіонный* налогъ въ 0,09%, могущій быть замѣненнымъ для облегченія предпріятій, не выпускающихъ бумагъ, ежегоднымъ абонементнымъ сборомъ. Вводимый во избѣжаніе уменьшенія капитала общества уплатой эмиссіоннаго налога абонементный сборъ выплачивается ежегодно изъ доходовъ общества. Абонементъ составляетъ 6 сант. съ 100 фр. номинальнаго капитала и вносится въ ежемѣсячные сроки. [*Передаточный сборъ* (droit de transmission) съ именныхъ бумагъ въ размѣрѣ 0,9% курсовой цѣны въ день передачи; для бумагъ на предъявителя сборъ въ 0,3%, исчисленный, по средней курсовой цѣнѣ прошлаго года. *Прим. ред.*] *Подоходный налогъ* (общаго подоходнаго налога до сихъ поръ не существуетъ)—4%; большею частью уплачивается предпріятіемъ, которому принадлежатъ акціи.

b) съ *иностранныхъ* цѣнностей:

1) Обложеніе уплачивающихъ абоннементъ иностранныхъ обществъ—аналогично французскимъ, съ тѣмъ различіемъ, что причитающаяся сумма должна быть вносима лишь за ту установленную путемъ приблизительной оцѣнки часть эмиссіи, которая находится во французскихъ рукахъ, по меньшей мѣрѣ однако, за $^1/_{10}$ часть для акцій и $^1/_5$—для облигацій.

2) *Акціи и облигаціи*, не уплачивающія абоннемента, платятъ, вмѣсто эмиссіоннаго и передаточнаго сборовъ, простой гербовый сборъ—2% съ номинальной стоимости, но онѣ не могутъ ни предлагаться въ продажу, ни представляться для отмѣтокъ, ни оффиціально котироваться на биржѣ.

3) *Заграничные государственные займы* не платятъ никакихъ эмиссіонныхъ или передаточныхъ сборовъ, а гербовый сборъ въ 3% съ нарицательной цѣны и подоходный налогъ—5%.

великихъ державахъ, биржевое фондовое дѣло во Франціи съ давнихъ поръ концентрировалось въ столицѣ. Преобладающее большинство провинціальныхъ биржъ скорѣе прозябаетъ, чѣмъ работаетъ. Лишь шесть провинціальныхъ фондовыхъ биржъ, имѣющихъ „паркеты“, ежедневно, исключая праздниковъ, открыты для производства операцій, но повсемѣстно только на короткое время (до $1^1/_2$ часовъ). Но даже и на этихъ биржахъ преимущественно совершаются обороты съ мѣстными цѣнностями. Общая цѣнность котировавшихся на этихъ 6-и биржахъ цѣнныхъ бумагъ составила въ 1906 году не болѣе 1.475 милл. франковъ, изъ коихъ 753 милл. приходится на долю Ліона, 320 м.—на долю Лилля и 205 м.—на долю Марселя [1]). Только на трехъ биржахъ срочныя сдѣлки достигаютъ порядочныхъ размѣровъ; посколько для заключенія такихъ сдѣлокъ установлены минимальныя купюры,—онѣ значительно ниже, чѣмъ въ Парижѣ. Маклерскія правила, выпущенныя „Chambres Syndicales“ въ провинціи, составлены всецѣло по образцу парижскаго „règlement particulier“. Въ отдѣльныхъ провинціальныхъ городахъ, не имѣющихъ фондовой биржи, прежде всего въ Нанси, производятся оживленные обороты съ мѣстными цѣнностями, благодаря соглашенію между мѣстными банковыми фирмами, совмѣстно устанавливающими курсы, по коимъ онѣ являются покупателями, доводя объ этомъ до общаго свѣдѣнія путемъ объявленій на дверяхъ.

Литература: *Boissière.* La Compagnie des agents de change et le marché officiel à la bourse de Paris, Paris 1908. — *Courtois.* Traité des opérations de bourse et de change. 12-oe изд. Paris 1902. — *Ehrenberg.* Статья Börsenwesen въ словарѣ Handwörterbuch der Staatswissenschaften. — *Guillard.* Les opérations de bourse. Paris 1875. — *Haristoy.* Le marché financier français. Paris 1909. — *Léon.* Etude sur la coulisse et ses opérations. Paris 1896. — *Vidal.* The history and methods of the Paris Bourse (Nat. Mon. Comm., Doc. 573). Washington 1910. — *Waldmann.* La profession d'agent de change. Ses droits et ses responsabilités. 2 изд., Paris 1910. — *Manuel* des agents de change, banque, finance et commerce, contenant les lois, réglements 1304 — 1893. Paris 1893. — *Ministère des Finances.* Bourse des valeurs et sociétés par actions. Paris. — *Raffalovich.* Le marché financier (ежегодное изданіе). — Economiste Français, Semaine Financière, Revue Economique et Financière (еженедѣльныя изданія).

[1]) См. „Economiste Français“, 16 февраля 1906 г.

Фондовыя биржи въ Германіи.

Статья **Dr. O. Stillich**,

Доцента Академіи Гумбольдта въ Берлинѣ[1]).

За исключеніемъ Австріи, изъ всѣхъ странъ земного шара Германія—единственное государство, въ которомъ биржа подчинена спеціальному законодательству, регулирующему всю ея организацію. Имперскій законъ о биржѣ отъ 22 іюня 1896 г. и дополненіе къ нему отъ 8 мая 1908 г. содержатъ рядъ нормъ, имѣвшихъ глубокое вліяніе на развитіе всѣхъ нѣмецкихъ биржъ.

Причину замѣны прежней автономіи биржи системой государственнаго контроля слѣдуетъ искать въ цѣломъ рядѣ обстоятельствъ.

Сельскіе хозяева страдали въ 80 г.г. и въ первой половинѣ 90 г.г. отъ сильнаго паденія цѣнъ на хлѣбъ. Они приписывали это паденіе цѣнъ, главнымъ образомъ, тому, что на берлинской хлѣбной биржѣ совершались срочныя сдѣлки на большее количество пшеницы, чѣмъ ея ожидалось отъ урожая, и полагали, что это преувеличенное предложеніе „бумажной пшеницы“ со стороны спекулянтовъ-понижателей и является причиной всѣхъ бѣдъ. Къ этому обстоятельству, основанному на невѣрномъ толкованіи биржевой статистики[2]), присоединился еще цѣлый рядъ эксцессовъ со стороны биржевыхъ спекулянтовъ, какъ, напримѣръ, скупка кофе въ Гамбургѣ съ цѣлью искусственнаго поднятія цѣнъ, повышеніе цѣнъ на сахаръ и послѣдовавшій за этимъ крахъ въ Магдебургѣ, скандальные процессы, растраты банкирами цѣнныхъ бумагъ, отдан-

---

[1]) Статья написана спеціально для „Банковой Энциклопедіи“. Переводъ съ рукописи *Б. Шермана.*

[2]) См. *Stillich.* Die Börse und ihre Geschäfte Berlin. 1909, S. 282 (имѣется русскій переводъ г. Бикермана: О. Штиллихъ. Биржа и ея дѣятельность. Спб. 1912).

ныхъ имъ на храненіе и т. д. Всѣ эти событія много способствовали тому, что затронутые ими круги стали требовать государственнаго вмѣшательства въ организацію и дѣла биржи.

Однако, прежде чѣмъ рѣшиться на законодательныя мѣропріятія, правительство созвало въ 1892 г. комиссію, задачей коей было устроить анкету о постановкѣ и дѣйствительномъ положеніи дѣлъ нѣмецкихъ биржъ, установить причину обнаружившихся непорядковъ и выяснить на основаніи собранныхъ фактовъ мѣры, необходимыя для ихъ устраненія. Комиссія собралась, заслушала мнѣнія большого числа свѣдущихъ спеціалистовъ и получила этимъ путемъ необычайно цѣнный матеріалъ. Самымъ важнымъ результатомъ работъ этой анкетной комиссіи явилось требованіе государственнаго контроля надъ биржей, которое и было удовлетворено имперскимъ закономъ о биржѣ отъ 22 іюня 1896 г.

Въ дальнѣйшемъ мы будемъ говорить лишь объ организаціи нѣмецкихъ *фондовыхъ* биржъ, развитіе коихъ существенно обусловлено этимъ биржевымъ закономъ.

Мы не коснемся товарныхъ биржъ, которыя часто, какъ напр., въ Берлинѣ, Гамбургѣ, Лейпцигѣ, Бреславлѣ и др. городахъ соединены съ фондовыми биржами въ одно цѣлое, такъ что товарныя и фондовыя операціи происходятъ даже подъ одной крышей.

Правда, не всюду имѣетъ мѣсто подобное соединеніе. Такъ, напр., во Франкфуртѣ - на - Майнѣ огромное зданіе биржи служитъ исключительно для фондовыхъ, но отнюдь не товарныхъ операцій. Въ предѣлахъ Германской имперіи имѣется 20 фондовыхъ биржъ, изъ коихъ три самыхъ крупныхъ находятся въ Берлинѣ, Франкфуртѣ-на-Майнѣ и Гамбургѣ.

Организація отдѣльныхъ нѣмецкихъ биржъ опредѣляется ихъ уставами (Börsenordnung), регламентами. Биржъ безъ биржевого устава въ Германіи нѣтъ; онъ предписанъ закономъ. „Для каждой биржи“, гласитъ § 4 имперскаго закона о биржѣ, „долженъ быть выработанъ биржевой уставъ“.

Вопросъ о томъ, кто долженъ выработать такой уставъ, оставленъ открытымъ. Въ мотивировкѣ правительственнаго законопроекта сказано: „Уставъ биржи будетъ, въ соотвѣтствіи съ постановленіями правительства, исходить отъ органа, которому будетъ порученъ непосредственный контроль надъ биржей. „Такимъ органомъ вообще являются торговыя палаты, т. е. организованное государствомъ представительство интересовъ торговли

и промышленности. Такъ, напр., въ Пруссіи. Однако, въ остальныхъ государствахъ, входящихъ въ составъ имперскаго союза, нѣтъ единства въ этомъ вопросѣ. Уставы, напр., саксонскихъ биржъ (Лейпцигъ, Дрезденъ, Цвикау) изданы и подписаны совѣтами указанныхъ биржъ.

Во всѣхъ случаяхъ, однако, уставъ биржи подлежитъ утвержденію мѣстнаго правительства. Соотвѣтственный министръ имѣетъ право самостоятельно вносить дополненія къ уставу. Такъ напр., онъ воспользовался этимъ своимъ правомъ въ знаменитомъ конфликтѣ относительно состава совѣта товарной биржи (хлѣбной биржи), когда его вмѣшательство повело къ ожесточенной борьбѣ биржи противъ правительственныхъ органовъ (стачка берлинской биржи).

Биржевые уставы представляютъ собою конституцію биржи; они имѣли несомнѣнное значеніе для развитія нѣмецкихъ биржъ. Ихъ содержаніе охватываетъ, во-первыхъ, вопросы о руководительствѣ биржей и ея органахъ, т. е. совѣтѣ биржи, судѣ чести, комитетѣ по допущенію бумагъ къ котировкѣ, курсовыхъ маклерахъ и третейскомъ судѣ. Во-вторыхъ, они устанавливаютъ виды операцій, которыя будутъ производиться на биржѣ, т. е. указываютъ, какого рода предметы (монеты, векселя, цѣнныя бумаги) будутъ допущены къ обращенію. Затѣмъ они регулируютъ вопросъ о доступѣ на биржу, и, наконецъ, въ 4-хъ, содержатъ указанія о котировкѣ курсовъ. Правда, въ этомъ послѣднемъ пунктѣ уставы ограничиваются лишь перечисленіемъ лицъ, устанавливающихъ курсы, и не содержатъ болѣе подробныхъ указаній относительно техники образованія цѣнъ на биржѣ. Вотъ почему установленіе курсовъ на разныхъ биржахъ Германіи происходитъ не одинаково.

Кромѣ биржевыхъ уставовъ, отдѣльныя биржи имѣютъ еще особыя *правила*, не всегда входящія въ уставъ.

Наконецъ, слѣдуетъ упомянуть еще о „правилахъ производства операцій“, т. е. объ обычаяхъ, которые каждая биржа вырабатываетъ самостоятельно и которые представляютъ собою нѣчто вродѣ обычнаго торговаго права. Обычаи берлинской фондовой биржи („Usancen der Berliner Fondsbörse“), къ которымъ примыкаютъ обычаи всѣхъ прочихъ нѣмецкихъ фондовыхъ биржъ, распадаются на слѣдующіе отдѣлы: 1) общія условія (напр., спорныя дѣла и третейскій судъ), 2) особыя условія для сдѣлокъ за наличныя, 3) особыя условія для срочныхъ сдѣлокъ, 4) денежныя ссуды, 5) биржевой курсъ, 6) особыя условія для цѣнныхъ

бумагъ (такъ, напр., ихъ внѣшній видъ, состояніе), 7) особыя условія для прочихъ биржевыхъ цѣнностей(напр., частный учетъ, девизы, иностранныя банкноты и т. д.).

Органы биржи могутъ быть раздѣлены на двѣ группы:

1. *Органы правительства.*

2. *Органы биржи.*

1) *Органы правительства,* имѣющіе отношеніе къ нѣмецкимъ биржамъ, суть:

a) биржевой совѣтъ (Börsenausschuss);

b) наблюдательныя инстанціи: правительства и торговыя палаты;

c) правительственный комиссаръ.

2) *Органы биржи* состоятъ изъ:

a) правленія биржи (Börsenvorstand);

b) комитета по допущенію бумагъ къ котиро́вкѣ (Zulassungsstelle);

c) курсовыхъ маклеровъ и палаты маклеровъ (Kursmakler и Maklerkammern);

d) суда чести (Ehrengericht);

e) третейскаго суда (Schiedsgericht).

Биржевой Совѣтъ (*Börsenausschuss*).

Первымъ вспомогательнымъ органомъ правительства въ биржевыхъ дѣлахъ является *биржевой совѣтъ.* Онъ состоитъ изъ 40 членовъ и 40 замѣстителей. Минимальное число членовъ опредѣлено закономъ о биржѣ въ 30 человѣкъ. Эти 40 членовъ избираются Германскимъ Союзнымъ Совѣтомъ на 5 лѣтъ, причемъ половина ихъ—по предложенію торговыхъ палатъ или правленій биржъ.

Правительство обращается къ каждому изъ этихъ двухъ учрежденій съ предложеніемъ объ указаніи подходящихъ лицъ для избранія ихъ въ биржевой совѣтъ. Члены этого послѣдняго дѣлятся на двѣ группы: одну для фондовыхъ биржъ, другую для товарныхъ. Порядокъ занятій устанавливаетъ Союзный Совѣтъ. Члены биржевого комитета получаютъ 15 марокъ въ день.

Биржевой Совѣтъ созывается имперскимъ канцлеромъ и имѣетъ двѣ главныя задачи:

1) возбуждать заявленія передъ имперскимъ канцлеромъ;

2) заслушивать мнѣнія свѣдущихъ спеціалистовъ.

Кромѣ того, онъ разбираетъ кассаціонныя жалобы на постановленіе судовъ чести. Такимъ образомъ, биржевой совѣтъ является преимущественно совѣщательнымъ органомъ экспертизы,

долженствующимъ соединять интересы биржи съ задачами правительства. Его дѣятельность до сихъ поръ была не очень обширной. Биржевой Совѣтъ засѣдаетъ сравнительно рѣдко.

Что касается предѣловъ власти, какую въ биржевыхъ дѣлахъ законъ о биржѣ предоставилъ Союзному Совѣту то мы видѣли уже, что Союзный Совѣтъ избираетъ членовъ своего органа, Биржевого Совѣта. Но у него есть и власть непосредственно вліять на биржи. Онъ можетъ воспретить для извѣстныхъ отраслей дѣловой жизни пользованіе биржевыми учрежденіями или же поставить это въ зависимость отъ извѣстныхъ условій. Такъ, напр., Союзный Совѣтъ опредѣляетъ, должны ли производиться срочныя биржевыя сдѣлки съ акціями какого-нибудь общества, и лишь послѣ его разрѣшенія правленіе биржи можетъ объявить срочныя сдѣлки съ этими акціями допустимыми. Такъ, напр., Союзный Совѣтъ въ засѣданіи своемъ отъ 3 іюля 1913 г. постановилъ разрѣшить срочныя сдѣлки на берлинской биржѣ съ паями Товарищества нефтяного производства бр. Нобель въ Петроградѣ. На основаніи этого постановленія, правленіе берлинской биржи разрѣшило срочныя сдѣлки съ этими цѣнностями, обусловивъ, что каждая сдѣлка должна быть не менѣе, чѣмъ на 5000 руб. Но Союзный Совѣтъ опредѣляетъ не только, какія бумаги допускаются къ срочнымъ сдѣлкамъ, но и тѣ формальныя требованія, которымъ должна отвѣчать цѣнная бумага, прежде чѣмъ быть допущенной къ торговлѣ на биржѣ (напр., минимальный размѣръ основного капитала общества). Союзный Совѣтъ вправѣ также разрѣшать отдѣльнымъ биржамъ устанавливать цѣны товаровъ или бумагъ по способу, уклоняющемуся отъ общихъ требованій закона о биржѣ (§ 29 абзацъ 1 и 2, § 30 и 31), а также издавать постановленія съ цѣлью введенія однородныхъ обычаевъ при установленіи курсовъ цѣнныхъ бумагъ. Эта возможность уклоненій отъ общихъ нормъ объясняется разнородностью нѣмецкихъ биржъ. Такъ, напр., Союзный Совѣтъ разрѣшилъ, чтобы установленіе курсовъ на биржѣ во Франкфуртѣ-на-Майнѣ производилось не правленіемъ биржи, а синдикатомъ маклеровъ, и чтобы на менѣе крупныхъ биржахъ (въ Штеттинѣ, Дюссельдорфѣ и Данцигѣ) можно было обходиться безъ помощи курсовыхъ маклеровъ. 28 іюня 1898 г. Союзный Совѣтъ издалъ распоряженіе, въ которомъ опредѣлены общія и однородныя нормы котировки. Курсы указываются въ процентахъ номинальной стоимости. Исключеніями являются лишь извѣстныя бумаги: акціи страховыхъ обществъ, земельныхъ обществъ, уставъ

коихъ не разрѣшаетъ выплаты дивиденда, обществъ, находящихся въ ликвидаціи или въ конкурсѣ, а также дивидендные купоны и паи горнопромышленныхъ предпріятій (Kuxen) и выигрышные билеты. Чтобы избѣгнуть недоразумѣній, связанныхъ съ перечисленіемъ цѣнностей, выраженныхъ въ иностранной валютѣ или въ валютѣ, вышедшей изъ употребленія (напр., въ гульденахъ), Союзный Совѣтъ установилъ постоянныя отношенія. Такъ, напр., для русскихъ монетъ:

1 старый золотой рубль . . . . . = 3.20 марокъ.
1 рубль „ . . . . . } = 2.16 „
1 старый кредитный рубль . . . . }

Въ 1912 году Союзный Совѣтъ издалъ постановленіе, вошедшее въ силу съ 1 января 1913 г., относительно отмѣны уплаты текущихъ процентовъ [1]) при торговлѣ дивидендными бумагами. Теперь лицу, продавшему акціи, не уплачиваютъ больше истекшихъ процентовъ по нимъ, а дивидендный купонъ не отрывается отъ акцій до тѣхъ поръ, пока его стоимость не будетъ опредѣлена общимъ собраніемъ акціонеровъ. Бумаги котируются безъ дивиденднаго купона, начиная со второго дня послѣ общаго собранія, если дѣло идетъ о нѣмецкихъ акціяхъ, или же, какъ прежде, по наступленіи срока дивидендныхъ купоновъ, когда дѣло идетъ о заграничныхъ цѣнностяхъ.

Эти примѣры въ достаточной степени иллюстрируютъ ту власть, которой располагаетъ Союзный Совѣтъ въ биржевыхъ дѣлахъ.

Наконецъ, слѣдуетъ упомянуть, что Союзный Совѣтъ принимаетъ извѣстное участіе и въ дѣятельности судовъ чести, назначая предсѣдателя кассаціонной палаты (Berufungskammer), состоящей изъ 6 членовъ. Эта кассаціонная палата является второй инстанціей по отношенію къ постановленіямъ суда чести.

Контроль правительства и торговыхъ палатъ.

Кромѣ Союзнаго Совѣта, функціонирующаго, какъ органъ имперскаго правительства, не малое вліяніе на биржу имѣютъ и правительства отдѣльныхъ государствъ, входящихъ въ составъ имперіи. Отъ ихъ разрѣшенія зависитъ открытіе новыхъ биржъ, отъ ихъ воли—дальнѣйшее существованіе старыхъ. Однако, было бы ошибочно выводить изъ этого, что биржи являются государ-

[1]) См. ниже, въ статьѣ о биржевыхъ сдѣлкахъ. *Прим. ред.*

ственными учрежденіями. *Каждый* можетъ основать биржу, но онъ долженъ получить для этого разрѣшеніе правительства. Открытіе биржи безъ такого разрѣшенія воспрещено.

Важнѣйшей задачей правительства по отношенію къ биржамъ является надзоръ за ними. Органами общаго контроля для самой крупной нѣмецкой биржи, берлинской, являются: верховный президентъ провинціи Бранденбургъ, въ качествѣ первой инстанціи, и министръ торговли, въ качествѣ второй. Этотъ контроль имѣетъ задачей воспрепятствовать тому, чтобы отъ биржевыхъ операцій пострадали интересы публики или интересы торговли и промышленности. Проявленіемъ этой власти служитъ, напримѣръ, постановленіе, что „паи иностраннаго общества, номинальная стоимость коихъ не достигаетъ 1000 марокъ, могутъ быть допущены на биржу лишь съ разрѣшенія правительства“ (§ 3 распоряженія Союзнаго Совѣта относительно допущенія цѣнныхъ бумагъ къ торговлѣ на биржѣ отъ 4 іюля 1910 г.). Такія иностранныя бумаги нуждаются, слѣдовательно, въ особомъ разрѣшеніи, хотя, конечно, послѣднее слово въ отношеніи оцѣнки этихъ бумагъ принадлежитъ комиссіи по допущенію цѣнностей къ котировкѣ.

И положительное постановленіе правительства не предрѣшаетъ еще постановленія по этому поводу биржевой комиссіи по допущенію бумагъ относительно того, слѣдуетъ ли допустить эти бумаги къ торговлѣ на биржѣ.

Но это разрѣшеніе правительства не всегда дается. Въ немъ отказываютъ въ тѣхъ случаяхъ, если комиссія по допущенію бумагъ не представитъ требуемыхъ документовъ, о коихъ мы будемъ говорить ниже, или же „если допущеніе бумаги вызываетъ серьезныя опасенія мѣстнаго или обще-экономическаго характера; наконецъ, если комиссіи по допущенію бумагъ извѣстны нѣкоторыя обстоятельства, позволяющія опасаться, что допущеніе бумаги принесетъ *большіе убытки ея будущимъ владѣльцамъ и нанесетъ значительный ущербъ общимъ интересамъ*“ (постановленіе Союзнаго Совѣта отъ 4 іюля 1910 г. § 14). И подобные случаи были.

Въ началѣ же 1914 г. прусскій министръ торговли сообщилъ учрежденіямъ, занимающимся эмиссіей, что иностранные займы временно вообще не будутъ допускаться къ обращенію на биржѣ, въ виду несоотвѣтствующей конъюнктуры германскаго денежнаго рынка.

Но помимо такого общаго контроля, правительства могутъ

поручить непосредственный контроль надъ биржей спеціальнымъ органамъ попеченія о торговлѣ—*торговымъ палатамъ*. Въ настоящее время въ Германіи торговыя палаты являются повсемѣстно органами, контролирующими биржу. Въ Берлинѣ въ началѣ контроль находился въ рукахъ корпораціи старѣйшимъ купечества, но это продолжалось лишь до тѣхъ поръ, пока въ Берлинѣ не существовало торговой палаты. Въ 1903 году положеніе дѣлъ измѣнилось. Корпорація купечества, собственностью которой является берлинская биржа и которая поддерживаетъ ее, съ этихъ поръ уже не имѣетъ надъ нею никакихъ правъ контроля.

Торговыя палаты являются не только органами биржевого контроля, но и апелляціонной инстанціей, которая разсматриваетъ жалобы на дѣйствія органовъ биржи. На постановленія и распоряженія правленія биржи и его отдѣленій въ восьмидневный срокъ можетъ быть подана въ торговую палату жалоба, поскольку таковая не воспрещена категорически уставомъ биржи (§ 7 правилъ общаго устава биржи).

Обращено вниманіе на то, чтобы при функціонированіи торговой палаты въ качествѣ апелляціонной инстанціи не происходило столкновенія интересовъ. Поэтому тѣ члены торговой палаты, которые входятъ въ составъ правленія фондового отдѣла биржи, при разборѣ жалобъ на дѣйствія этого отдѣла, участвуютъ только въ совѣщаніяхъ, но не въ голосованіи. При жалобахъ на постановленія общаго правленія биржи всѣ члены торговой палаты, входящіе въ составъ совѣта, воздерживаются отъ голосованія (§ 11 положенія о берлинской биржѣ, III дополненіе 1912 г.).

Торговая палата имѣетъ вліяніе и на личный составъ важнѣйшихъ органовъ биржи, принимая участіе въ ихъ образованіи. Члены *комиссіи по допущенію бумагъ* и ихъ замѣстители назначаются ею [1]). Комиссія, правда, можетъ сама вырабатывать свой наказъ, но послѣдній подлежитъ утвержденію торговой палаты. При назначеніи *маклеровъ* торговая палата, по выслушаніи заключеній правленія биржи, сообщаетъ свое мнѣніе оберъ-президенту черезъ посредство правительственнаго комиссара (положеніе о маклерахъ [Maklerordnung] берлинской биржи 1906 г., § 2). Результаты выборовъ маклеровъ въ ихъ камерахъ (Makler-

[1]) Наказъ (Geschäftsordnung) комиссіи по допущенію бумагъ берлинской биржи, § 1.

kammern) сообщаются торговой палатѣ. Торговая палата разбираетъ также всѣ протесты, вызванные распредѣленіемъ сдѣлокъ между маклерами. Наконецъ, торговая палата участвуетъ и въ образованіи *правленія биржи* и ея *суда чести*, ея утвержденію подлежатъ, кромѣ того, обычаи и уставы биржи.

Этотъ контроль правительствъ отдѣльныхъ германскихъ государствъ и торговыхъ палатъ простирается не только на биржу, но и на всѣ учрежденія, которыя независимы собственно отъ биржи и созданы были свободными союзами. Такъ, напр., для урегулированія разсчетныхъ отношеній существуютъ такъ называемые *ликвидаціонные ферейны*, задача коихъ состоитъ въ облегченіи ихъ членамъ и упрощеніи ихъ взаимныхъ разсчетовъ по срочнымъ биржевымъ сдѣлкамъ; въ Берлинѣ, напр., существуетъ ликвидаціонный ферейнъ для срочныхъ сдѣлокъ, который для покрытія возникающихъ разницъ пользуется услугами банка Берлинскаго Кассового Ферейна; во Франкфуртѣ-на-Майнѣ—„Ферейнъ Коллективное Сконтро“, въ Гамбургѣ—„Ликвидаціонное бюро цѣнныхъ бумагъ“, въ Бреславлѣ—„Бюро ликвидаціи разницъ“. Всѣ эти служащія одной и той же цѣли учрежденія, которыя нельзя разсматривать, какъ учрежденія биржи, такъ какъ они служатъ для облегченія разсчетовъ внѣ биржи, тѣмъ не менѣе подчинены контролю отдѣльныхъ правительствъ и торговыхъ палатъ.

Правительственные комиссары (*Staats-Kommissäre*).

Въ качествѣ органа правительства, законъ о биржѣ 1896 г повсюду на нѣмецкихъ биржахъ учредилъ *правительственные комиссаріаты*. На одной биржѣ могутъ дѣйствовать одинъ или два правительственныхъ комиссара (на берлинской биржѣ есть, напр., 2 комиссара), но комиссаръ не для всѣхъ германскихъ биржъ обязателенъ. На маленькихъ биржахъ можно не учреждать комиссаріата. Горнопромышленныя биржи въ Эссенѣ и Дюссельдорфѣ, биржи въ Эльбингѣ, Гриммененѣ, Кобленцѣ, Рурортѣ, Страсбургѣ и Штутгартѣ не имѣютъ правительственныхъ комиссаровъ.

Правительства назначали комиссаровъ исключительно изъ лицъ съ юридическимъ образованіемъ. Это повело къ тому, что нѣкоторыя биржи получили комиссаровъ, которые не въ состояніи были оріентироваться во всей сложной техникѣ биржи и сплошь и рядомъ не отвѣчали требованіямъ, приведеннымъ въ мотивировкѣ закона, устанавливающимъ, что комиссары должны бывать на биржѣ и быть вполнѣ освѣдомленными въ биржевыхъ

операціяхъ, чтобы, въ качествѣ безпристрастныхъ наблюдателей, обращать вниманіе правительства на возможныя злоупотребленія и на средства къ ихъ устраненію.

Задачи правительственныхъ комиссаровъ различны въ зависимости отъ того, идетъ ли дѣло о *полноправныхъ комиссарахъ* или о *комиссарахъ съ ограниченными правами*. Законъ создалъ двѣ группы комиссаровъ. На нѣкоторыхъ биржахъ дѣятельность комиссара, съ разрѣшенія Союзнаго Совѣта, ограничивается участіемъ въ судѣ чести. Такъ обстоитъ дѣло, напр., на фондовой биржѣ въ Мангеймѣ и Цвикау.

Что касается задачъ *полноправныхъ* правительственныхъ комиссаровъ, то законъ о биржѣ въ § 2 опредѣляетъ ихъ слѣдующимъ образомъ: „На ихъ обязанности лежитъ *слѣдить* за ходомъ операцій биржи и за исполненіемъ изданныхъ о биржѣ законовъ и административныхъ распоряженій. Имъ предоставлено право присутствовать на совѣщаніяхъ органовъ биржи и обращать вниманіе послѣднихъ на замѣченные непорядки и злоупотребленія. Они должны сообщать объ открытыхъ непорядкахъ и о средствахъ къ ихъ устраненію“.

Въ то время, какъ въ Австріи правительственный комиссаръ имѣетъ верховный контроль надъ биржей, его функціи въ Германіи ограничиваются, какъ это видно изъ приведеннаго параграфа, лишь тѣмъ, что онъ слѣдитъ, т. е. наблюдаетъ и докладываетъ. Онъ является, такимъ образомъ, *докладчикомъ правительства*. Для выполненія своей задачи онъ надѣленъ цѣлымъ рядомъ правъ. Онъ вправѣ присутствовать на засѣданіяхъ органовъ биржи, а потому правленіе биржи или комиссія по допущенію бумагъ, созывая собраніе, должны увѣдомить его объ этомъ. Правда, его присутствіе на засѣданіяхъ контролирующаго органа — торговой палаты, въ коихъ разбираются вопросы, связанные съ биржей, не предписано закономъ. Когда правительственный комиссаръ магдебургской биржи осмѣлился однажды просить старѣйшинъ купечества о привлеченіи его къ засѣданіямъ коллегіи, поскольку послѣднія будутъ посвящены биржѣ, старѣйшины въ вѣжливомъ письмѣ отклонили его просьбу. „Мы отвѣтили правительственному комиссару“, — сказано въ отчетѣ за 1897 г. (стр. 60), — „что мы не находимъ возможнымъ удовлетворить его ходатайство, такъ какъ мы являемся не органомъ биржи, а органомъ, контролирующимъ биржу“. Болѣе широка компетенція комиссара въ отношеніи маклеровъ и ихъ организаціи, *палаты маклеровъ* (Maklerkammer).

Палата маклеровъ должна быть созвана, если комиссаръ внесетъ объ этомъ предложеніе съ обозначеніемъ вопроса, который долженъ быть поставленъ на обсужденіе [1]); комиссаръ по порученію правительства приводитъ къ присягѣ маклеровъ и вправѣ просматривать ихъ книги. О распредѣленіи дѣлъ между маклерами должно быть ему сообщено на основаніи § 27 положенія о берлинскихъ маклерахъ. Онъ долженъ принимать участіе *въ установленіи биржевой цѣны,* присутствуя при второмъ тайномъ актѣ установленія курсовъ (первый актъ происходитъ публично) (§ 29 закона о биржѣ).

Наконецъ, комиссаръ принимаетъ участіе и въ дѣлахъ *суда чести.* Онъ можетъ потребовать привлеченія къ суду чести, и это требованіе должно быть удовлетворено. Онъ имѣетъ право присутствовать на всѣхъ засѣданіяхъ суда, вносить предложенія и задавать вопросы обвиняемымъ, свидѣтелямъ и экспертамъ (§ 11 закона о биржѣ). Съ его разрѣшенія, судъ чести можетъ прекратить дѣло (§ 13). Права комиссара превышаютъ даже права прокурора въ судебныхъ дѣлахъ, такъ какъ „комиссаръ можетъ — даже противъ воли суда чести — заставить послѣдній возбудить обвиненіе, требовать всякаго рода доказательствъ и назначить обсужденіе дѣла по существу [2])".

Институтъ правительственныхъ комиссаровъ, существующій на нѣмецкихъ биржахъ съ 1897 г., вызвалъ при его введеніи отрицательное къ себѣ отношеніе.

Но нужно быть справедливымъ. Все дѣло тутъ сводится, главнымъ образомъ, къ вопросу о личности. Въ Берлинѣ и во Франкфуртѣ-на-Майнѣ дѣятельность комиссаровъ была успѣшна. На провинціальныхъ биржахъ дѣло обстоитъ иначе. Тамъ правительственный комиссаръ, являющійся въ то же время судебнымъ чиновникомъ, играетъ второстепенную роль. Въ большинствѣ случаевъ онъ и не показывается на биржѣ, причемъ посѣтители ея этимъ очень довольны. Со времени введенія института комиссаровъ никакихъ свѣдѣній о болѣе или менѣе серьезныхъ непорядкахъ на биржахъ не имѣется.

Правленіе биржи (Börsenvorstand).

Предыдущимъ мы исчерпали вопросъ объ органахъ правительства и переходимъ теперь къ *органамъ биржи,* ихъ устрой-

---

[1]) Такое же право предоставлено торговой палатѣ въ Берлинѣ старѣйшинамъ купечества, правленію биржи, 5 членамъ палаты или 20 курсовымъ маклерамъ.

[2]) См. *Apt.* Kommentar zum Börsengesetz. Berlin, 1908, стр. 31.

ству и анализу ихъ дѣятельности. Управленіе биржей лежитъ въ рукахъ *правленія биржи.* Въ тѣхъ городахъ, гдѣ существуютъ фондовыя и товарныя биржи, правленіе биржи распадается на два отдѣла. Въ Берлинѣ, гдѣ существуютъ фондовая, товарная, а съ 1913 г. (оффиціально) и биржа металловъ, правленіе биржи имѣетъ три отдѣла. Оно состоитъ изъ 43 членовъ, изъ коихъ 11 избираются торговой палатой на 1 годъ, а 32—на три года посѣтителями биржи изъ ихъ среды или, какъ это значится въ уставѣ о биржѣ, „изъ числа лицъ, допущенныхъ на биржу съ правомъ участія въ биржевыхъ операціяхъ". Фондовый отдѣлъ правленія биржи состоитъ изъ 20 членовъ. Изъ ихъ среды ежегодно избираются предсѣдатель и его замѣститель, которые должны быть утверждены торговой палатой. Правленіе биржи въ другихъ городахъ Германіи состоитъ изъ меньшаго числа членовъ, чѣмъ въ Берлинѣ. Такъ, напр., правленіе биржи во Франкфуртѣ-на-Майнѣ состоитъ изъ 10, въ Гамбургѣ правленіе фондовой биржи насчитываетъ 13 членовъ (правленіе всей биржи, въ виду огромности другихъ пяти отдѣловъ [1]) состоитъ изъ 42 членовъ).

Задачи правленія биржи сводятся на всѣхъ нѣмецкихъ биржахъ къ общему управленію биржей, поддержанію порядка и къ извѣстнымъ техническимъ функціямъ, связаннымъ съ торговлей цѣнными бумагами и установленіемъ курсовъ. Берлинскій биржевой уставъ слѣдующимъ образомъ опредѣляетъ компетенцію правленія биржи:

1) оно слѣдитъ за соблюденіемъ изданныхъ о биржѣ законовъ и административныхъ установленій;

2) оно поддерживаетъ порядокъ въ помѣщеніи биржи и издаетъ съ разрѣшенія торговой палаты постановленія о внѣшнемъ распорядкѣ. Въ его распоряженіи находятся чиновники биржи. Каждый членъ правленія имѣетъ право приказать немедленно и безъ указанія причинъ удалить съ биржи посѣтителей, которые нарушаютъ порядокъ или приличія на биржѣ или въ прилежащихъ къ ней мѣстахъ и отказываются безпрекословно подчиниться распоряженіямъ члена правленія. Послѣдній долженъ въ подобномъ случаѣ въ тотъ же самый день сдѣлать письменный докладъ о случившемся предсѣдателю биржи (§ 10 биржевого устава для Берлина).

---

[1]) Общій отдѣлъ (5 чл.); отдѣлъ цѣнныхъ бумагъ, векселей, денегъ и благородныхъ металловъ (13 чл.); отдѣлъ спирта (5 чл.), кофе (7 чл.), сахара (7 чл.), хлопчатой бумаги (5 чл.).

3) Оно рѣшаетъ вопросъ относительно допущенія на биржу;

4) ему принадлежитъ дисциплинарная власть на биржѣ;

5) ему принадлежитъ право предложенія кандидатовъ при выборахъ членовъ въ биржевой комитетъ;

6) оно допускаетъ товары и цѣнныя бумаги къ торговлѣ на биржѣ;

7) на его обязанности лежитъ оффиціальное установленіе и опубликованіе курсовъ и цѣнъ;

8) оно устанавливаетъ условія биржевыхъ операцій и биржевого обращенія;

9) оно разбираетъ, основываясь на обычаяхъ биржи, споры, вытекающіе изъ биржевыхъ сдѣлокъ.

Чтобы выполнять эти задачи, правленіе биржи распадается на нѣсколько комиссій. Оно выбираетъ ежегодно изъ своей среды *комиссію для разбора прошеній о допущеніи на биржу.* Эта комиссія, состоящая изъ 8 членовъ, вправѣ принимать рѣшенія по этимъ вопросамъ лишь въ случаѣ единогласнаго постановленія.

Кромѣ этой такъ называемой „комиссіи по допущенію на биржу (Zulassungskommission)“, правленіе биржи ежегодно избираетъ изъ своей среды *комиссію третейскаго суда* (5 дѣйствительныхъ членовъ и 8 замѣстителей). Эта комиссія рѣшаетъ споры, проистекающіе изъ биржевыхъ дѣлъ и добровольно переданные комиссіи (см. ниже въ концѣ этой статьи).

Правленіе биржи создаетъ еще и другіе вспомогательные органы. Такъ, оно ежегодно избираетъ изъ числа допущенныхъ на биржу газетныхъ хроникеровъ особый *комитетъ прессы,* состоящій изъ 3 свѣдущихъ по дѣламъ прессы лицъ и 2 замѣстителей. Мнѣніе этого комитета, какъ эксперта, заслушивается при рѣшеніи вопросовъ о допущеніи на биржу представителей прессы, о лишеніи кого-либо изъ послѣднихъ этого права, а также при возбужденіи дѣла противъ одного изъ нихъ (2-е дополненіе къ берлинскому биржевому уставу отъ 31 марта 1911 г.). Правленіе биржи назначаетъ также *секретарей биржи,* которые заносятъ курсы въ протоколъ и т. д. Правленіе биржи, какъ уже упомянуто, участвуетъ *въ установленіи курсовъ* въ лицѣ одного или нѣсколькихъ своихъ членовъ. Рѣшеніе о высотѣ устанавливаемыхъ курсовъ или цѣнъ принадлежитъ ему одному.

Оно устанавливаетъ, съ разрѣшенія торговой палаты, въ какіе дни и съ какими промежутками производится установленіе

курсовъ. Такъ, напр., правленіе биржи издало въ 1910 г. распоряженіе относительно котировки городскихъ займовъ, согласно коему курсы займовъ менѣе крупныхъ городовъ съ общей номинальной цѣнностью, не достигающей 5 милліоновъ, устанавливаются на берлинской биржѣ только два раза въ недѣлю (во вторникъ и въ пятницу); а въ остальные дни указываются курсы предыдущей котировки.

Правленію биржи подчинены всѣ посѣтители биржи. Оно можетъ ихъ допустить и исключить. Условія допущенія на отдѣльныхъ нѣмецкихъ биржахъ не одинаковы. Въ Гамбургѣ доступъ на биржу открытъ всѣмъ. Во Франкфуртѣ-на-Майнѣ просьбы о допущеніи на биржу должны заявляться письменно „съ указаніемъ двухъ мѣстныхъ (т. е. франкфуртскихъ) лицъ, могущихъ дать справку". Въ Берлинѣ прошеніе о допущеніи на биржу должно быть подписано тремя поручителями, не менѣе двухъ лѣтъ посѣщающими биржу. Предложеніе и имена „крестниковъ" вывѣшиваются на стѣнѣ биржи въ теченіе 8 дней; мнѣніе поручителей о просителѣ вносится въ протоколъ. Только члены правленія общественныхъ кредитныхъ учрежденій и курсовые маклера не нуждаются въ поручительствѣ. Вопросъ рѣшается комиссіей по допущенію на биржу, если постановленіе будетъ единогласнымъ, въ противномъ случаѣ,—правленіемъ биржи. Ежегодно цѣлый рядъ лицъ исключается изъ биржи дисциплинарнымъ порядкомъ. Въ 1913 г. были внесены предложенія объ исключеніи всего 90 лицъ: изъ-за несостоятельности—56 лицъ, въ томъ числѣ 4 въ 1912 году; изъ-за оскорбленія, нанесеннаго другимъ посѣтителямъ биржи,—14, изъ-за шума и нарушенія порядка—11 и по другимъ причинамъ—9.

Изъ этихъ 90 предложеній 48 были взяты обратно, одно отклонено, одно передано суду чести, а по остальнымъ приняты рѣшенія, а именно: въ 23 случаяхъ исключили изъ биржи, въ 11 случаяхъ сдѣлали выговоръ, въ одномъ случаѣ наложенъ былъ денежный штрафъ; прекращено было 5 дѣлъ. Изъ осужденныхъ только 4 лица подавали жалобы въ торговую палату [1]).

Комиссія по допущенію бумагъ (*Zulassungsstelle*).

Второй органъ, имѣющій значеніе лишь для фондовой биржи, это—*комиссія по допущенію бумагъ*, безъ разрѣшенія

[1]) Berliner Jahrbuch für Handel und Industrie, Jahrg. 1913, Berlin 1914, стр. 548.

коей никакія цѣнныя бумаги не допускаются къ покупкѣ или продажѣ на биржѣ, а также къ оффиціальной котировкѣ. Она служитъ для охраненія биржевой торговли отъ вторженія неподходящихъ или не отвѣчающихъ требованіямъ закона бумагъ[1]).

Члены комиссіи по допущенію бумагъ избираются торговой палатой на 3 года. Предсѣдателя же и двухъ замѣстителей комиссія избираетъ самостоятельно изъ своей среды; однако, и эти выборы нуждаются въ утвержденіи торговой палаты. По меньшей мѣрѣ, половина ея членовъ должна состоять изъ лицъ, которыя не занимаются биржевыми операціями, какъ профессіей. Чтобы избѣжать столкновенія интересовъ, при совѣщаніяхъ и постановленіяхъ о допущеніи какой-нибудь бумаги къ обращенію на биржѣ исключаются тѣ члены, которые заинтересованы въ введеніи этой бумаги на биржу. По уставу комиссій по допущенію бумагъ берлинской биржи (§ 3) заинтересованными въ допущеніи какой-нибудь цѣнности лицами считаются также и члены наблюдательныхъ совѣтовъ обществъ, бумаги коихъ должны быть допущены къ котировкѣ на биржѣ, а равно тѣхъ обществъ, которыя поставили предложеніе о допущеніи этихъ цѣнностей. Это относится и къ обществамъ, участвующимъ въ эмиссіонныхъ консорціумахъ. Изъ всѣхъ нѣмецкихъ биржъ на берлинской биржѣ наблюдается самое большее число допущеній; на второмъ мѣстѣ находится франкфуртская биржа. Этимъ объясняется и то обстоятельство, что, въ то время какъ комиссія по допущенію бумагъ во Франкфуртѣ состоитъ изъ 6 членовъ и 3 замѣстителей, эта же комиссія въ Берлинѣ насчитываетъ 28 членовъ и 10 замѣстителей.

Вноситъ предложенія о допущеніи бумагъ къ обращенію на берлинской биржѣ могутъ лишь фирмы, мѣстожительство коихъ находится въ самомъ Берлинѣ или въ одномъ изъ его предмѣстій. То же относится и къ другимъ германскимъ биржамъ.

На комиссію по допущенію бумагъ возложены три задачи:

1) она должна требовать представленія документовъ, касающихся вводимыхъ на биржу бумагъ, и выяснять ихъ цѣнность;

2) она должна слѣдить за тѣмъ, чтобы публика была по возможности информирована о всѣхъ фактическихъ и правовыхъ

---

[1]) Изложеніе механизма допущенія бумагъ на биржи, въ томъ числѣ на нѣмецкія, см. ниже въ спеціальной статьѣ *А. Н. Зака.* *Прим. Ред.*

отношеніяхъ, знаніе коихъ необходимо для оцѣнки вводимыхъ на биржу бумагъ, и въ случаѣ недостаточно полныхъ свѣдѣній не допускать бумагъ къ обращенію на биржѣ;

3) она должна не допускать бумагъ, которыя наносятъ серіозный ущербъ общимъ интересамъ, или которыя очевидно направлены къ обману публики.

Комитетъ по допущенію бумагъ слѣдитъ за тѣмъ, чтобы проспектъ предпріятій, выпускающихъ новую бумагу, содержалъ всѣ требуемыя закономъ свѣдѣнія. Обязанъ ли комитетъ убѣдиться въ фактической вѣрности данныхъ, изложенныхъ въ проспектѣ,—вопросъ спорный. Freund высказываетъ въ своей книгѣ [1]) тотъ взглядъ, что въ случаѣ сомнѣнія въ правильности какого-нибудь указанія, комитетъ можетъ потребовать доказательствъ отъ внесшаго предложеніе.

Эмиссіонныя фирмы несутъ по закону отвѣтственность за составленный ими проспектъ. Относящійся сюда § 45 биржевого закона гласитъ: „Если въ проспектѣ, на основаніи коего бумаги были допущены къ обращенію на биржѣ, указанія, имѣющія существенное значеніе для оцѣнки бумаги, неправильны, то лица, выпустившія этотъ проспектъ, а также лица, отъ которыхъ проспектъ исходитъ, если они знали или же—безъ грубаго нарушенія своихъ обязанностей—не могли не знать о неправильности указаній проспекта, несутъ полную отвѣтственность передъ всякимъ владѣльцемъ такой бумаги за убытокъ, проистекающій для послѣдняго изъ-за обстоятельствъ, несоотвѣтствующихъ указаніямъ проспекта. То же самое относится и къ тѣмъ случаямъ, когда проспектъ не содержитъ существенныхъ указаній, и это умолчаніе основано либо на злонамѣренномъ сокрытіи, либо же на томъ, что лица, издавшія проспектъ, и тѣ, отъ которыхъ онъ исходитъ, недостаточно провѣрили всѣ обстоятельства дѣла“.

Отвѣтственность не устраняется указаніемъ въ проспектѣ, что содержащіяся тамъ свѣдѣнія доставлены третьими лицами. Раньше эмиссіонныя фирмы вообще оставались неизвѣстными, и проспектъ обычно не опубликовывался. Въ настоящее время можно не издавать проспекта лишь въ томъ случаѣ, если соотвѣтствующая бумага уже котируется на другой биржѣ; причемъ это разрѣшеніе дается правительствомъ по предложенію комитета по допущенію бумагъ.

---

[1]) Die Rechtsverhältnisse der öffentlichen Anleihen. Berlin 1907, стр. 112.

Для введенія на биржу акцій такихъ обществъ, которыя раньше были частными предпріятіями, необходимо, чтобы прошелъ одинъ годъ, „*годъ запрета*“ („Sperrjahr“), со дня ихъ выпуска, прежде чѣмъ онѣ могутъ быть допущены на биржу. Въ § 41 закона о биржѣ сказано, что допущеніе къ торговлѣ на биржѣ акцій новообразованнаго акціонернаго или коммандитнаго общества не можетъ послѣдовать ранѣе истеченія года послѣ внесенія общества въ торговый реестръ и до опубликованія перваго годового баланса, а также счета прибылей и убытковъ. Только въ особыхъ случаяхъ правительство можетъ освободить отъ соблюденія этого срока, полностью или частично.

Допущеніе паевъ или не гарантированныхъ государствомъ облигацій *иностранныхъ* промышленныхъ предпріятій обусловлено тѣмъ, что эмиссіонныя фирмы обязуются въ теченіе пяти лѣтъ ежегодно опубликовывать въ одной или нѣсколькихъ указанныхъ комитетомъ газетахъ балансъ, а также счетъ прибылей и убытковъ, немедленно же послѣ ихъ изготовленія.

Для русскихъ бумагъ имѣетъ значеніе въ Германіи почти одна лишь берлинская биржа; въ гораздо меньшей степени—франкфуртская и гамбургская.

На нѣмецкія биржи было допущено[1]) русскихъ бумагъ на общую сумму (номинальной цѣны, въ милліонахъ марокъ):

Годы:	1903	1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912
Госуд. займы	—	—	—	500	—	—	—	—	—	—
Займы провинцій, городовъ и т. д.	13	—	—	—	—	—	—	—	—	77,7
Акціи банковъ	—	—	—	—	—	36,7	6,5	126,4	103,7	68
Желѣзнодор. облигаціи	—	—	—	—	—	—	121,4	72,7	97,2	80
Акціи промышл. предпріятій	—	23,6[2])	—	—	—	6,5[2])	13[2])	13[2])	—	82[3])
Облиг. пром. пр.	6[4])	—	32,4[5])	—	—	—	—	—	—	3,8

Опытъ обязательнаго установленія комитетовъ по допущенію бумагъ на всѣхъ фондовыхъ биржахъ можно назвать весьма благопріятнымъ. Предсказаніе пессимистовъ, полагавшихъ, что одинъ воронъ не выклюетъ глаза другому, не исполнилось.

---

[1]) Vierteljahreshefte zur Statistik des Deutschen Reichs, 1913. Ergänzungsband 2 и 3, стр. 151 и слѣд.

[2]) Акціи электротехнической индустріи.

[3]) Въ томъ числѣ на 38,9 милл. электротехническихъ предпріятій и 43,2 нефтепромышленныхъ.

[4]) Бумажныя и целлулозныя фабрики.

[5]) Нефтепромышленныя цѣнности.

Важнѣйшимъ слѣдствіемъ учрежденія этого органа биржи было увеличеніе общей солидности биржи. Принудительность проспектовъ создала предпосылки, на основаніи коихъ публика могла до подписки составить себѣ мнѣніе о внутренней цѣнности бумагъ. Серіозная работа комитетовъ охранила нѣмецкія биржи отъ бумагъ сомнительнаго достоинства.

Случаи, когда комитетъ по допущенію бумагъ отвергалъ соотвѣтствующія предложенія, ясно показываютъ, какія строгія требованія предъявляетъ комитетъ, который, въ сущности говоря, является органомъ самоуправленія биржи. Такъ, напр., въ 1911 г. комитетъ по допущенію бумагъ „изъ-за серьезныхъ опасеній экономическаго характера“ отказалъ въ допущеніи не гарантированныхъ долговыхъ обязательствъ одного торговаго предпріятія, выпускъ коихъ предназначался для финансированія торговыхъ товариществъ и обществъ съ ограниченной отвѣтственностью. Далѣе, было отвергнуто предложеніе о допущеніи акцій въ связи съ опасеніями, основанными на недостаточной финансовой устойчивости предпріятія.

Комитетъ въ одномъ случаѣ отказалъ въ допущеніи даже на томъ основаніи, что предпріятіе, акціи коего были предложены къ допущенію, не указало своихъ оборотовъ за послѣдніе три года. [Впрочемъ, торговая палата, по поступившей къ ней жалобѣ, разъяснила (годовой отчетъ за 1911 г., стр. 53), что эти указанія по закону о биржѣ (§ 36, отдѣлъ III, литера B) не необходимы]. Одно акціонерное общество, при увеличеніи своего капитала, уступило акціи банку по опредѣленному курсу, причемъ банкъ обязался возмѣстить обществу часть прибыли, полученной отъ реализаціи выпуска; однако, комитетъ отклонилъ предложеніе о допущеніи „изъ-за серьезныхъ опасеній экономическаго характера“, ибо прибыль отъ реализаціи новыхъ акцій, выпущенныхъ по курсу, превышающему ихъ нарицательную цѣну, была бы въ данномъ случаѣ употреблена не на усиленіе резервнаго фонда, а на списыванія, вслѣдствіе чего эта прибыль могла бы частью пойти на выплату дивидендовъ акціонерамъ. Комитетъ усмотрѣлъ въ этомъ опасность для солидности акціонернаго дѣла въ Германіи [1]). Можно было бы привести еще много другихъ подобныхъ примѣровъ дѣятельности комитета въ смыслѣ стремленія къ охраненію публики отъ убытковъ путемъ запрета котировки.

---

[1]) Годовой отчетъ торговой палаты въ Берлинѣ за 1911 г., стр. 44.

Что касается *сборовъ*, связанныхъ съ допущеніемъ бумаги къ торговлѣ на биржѣ, а также съ пользованіемъ учрежденіями биржи, то они устанавливаются въ соразмѣрности съ общей суммой выпуска, а также зависятъ отъ рода бумаги.

На берлинской биржѣ установленъ *тарифъ*, согласно коему взимается:

I. Съ отечественныхъ твердопроцентныхъ бумагъ:

1. За каждый начатый милліонъ М. 100., общая сумма сбора не должна, однако, превышать М. 2000. Германскіе имперскіе и государственные займы освобождены отъ всякихъ сборовъ.

2. Сборъ въ половинномъ размѣрѣ: не менѣе 100 марокъ и не свыше М. 1000, взимается:

a) съ займовъ, уплата процентовъ по коимъ гарантирована имперіей или однимъ изъ союзныхъ государствъ;

b) съ займовъ коммунальныхъ управленій (провинцій, округовъ или городовъ) или ихъ кредитныхъ учрежденій;

c) съ закладныхъ листовъ или долговыхъ обязательствъ публичныхъ кредитныхъ учрежденій, образованныхъ союзами землевладѣльцевъ (Landschaften) или стоящихъ въ управленіи государства или коммуны, а также съ закладныхъ листовъ и долговыъ обязательствъ сословныхъ кредитныхъ учрежденій прусскихъ провинцій и коммунъ.

3. Если при выпускѣ долговыхъ обязательствъ, относительно коихъ правительство установило, что необходимости въ изданіи проспекта нѣтъ, общая сумма выпускаемыхъ бумагъ не будетъ сообщена правленію биржи, то взимается сборъ въ М. 1000, а если курсъ не будетъ оффиціально котироваться,—только М. 500.

II. Съ твердопроцентныхъ иностранныхъ бумагъ: за каждый начатый милліонъ М. 200, но всего не свыше М. 4000.

Исключенія изъ I и II: Твердопроцентныя бумаги отечественныя или иностранныя, уже введенныя ранѣе на биржу и нынѣ лишь путемъ наложенія штемпеля измѣняющія свое правовое положеніе, безъ увеличенія своей номинальной цѣнности, платятъ половину указанныхъ въ п.п. I и II сборовъ, но не менѣе 100 марокъ.

III. Акціи и другіе виды участія въ отечественныхъ и иностранныхъ предпріятіяхъ за исключеніемъ горнопромышленныхъ паевъ (Кихе): за каждый начатый милліонъ—М. 300, но всего не свыше М. 6000.

При уменьшеніи капитала обществъ, акціи (паи) коихъ уже введены на биржу, введеніе новыхъ уменьшенныхъ акцій (паевъ) освобождено отъ сборовъ.

IV. Куксы M. 500.

V. Дивидендные купоны: за каждые начатые 10000 листовъ M. 500, но не свыше 5000 марокъ.

Въ 1912 г. комиссія по допущенію бумагъ въ Берлинѣ допустила 254 цѣнныхъ бумаги, во Франкфуртѣ—99, въ Бреславлѣ всего лишь 20 (въ это число не вошло ни одной русской цѣнности).

Маклера (Kursmakler).

Другимъ органомъ биржи являются *маклера.* Законъ о биржѣ характеризуетъ ихъ, правда, лишь какъ „вспомогательные органы правленія биржи", на самомъ же дѣлѣ они представляютъ собою нѣчто большее. Ибо они необходимы для важнѣйшей жизненной функціи биржи—установленія цѣнъ.

На нѣмецкихъ биржахъ имѣются два рода маклеровъ: оффиціальные или курсовые маклера, прежде называвшіеся присяжными маклерами, и свободные или частные маклера, такъ наз. „Pfuschmakler" (биржевые зайцы). Такъ какъ только курсовые маклера признаны оффиціально, то въ нижеслѣдующемъ рѣчь будетъ идти лишь о нихъ.

Число оффиціальныхъ маклеровъ на разныхъ биржахъ различно. Согласно указателю курсовыхъ маклеровъ берлинской биржи (мартъ 1912 г.), въ Берлинѣ имѣется 77 маклеровъ на фондовой и 4 на товарной биржѣ. Эти маклера не избираются правленіемъ биржи, а назначаются правительствомъ; въ Берлинѣ они, по предложенію торговой палаты и палаты маклеровъ, назначаются оберъ-президентомъ провинціи Бранденбургъ, который одновременно является оберъ-президентомъ Берлина; на другихъ биржахъ Пруссіи маклера назначаются президентами тѣхъ административныхъ округовъ, къ коимъ принадлежитъ соотвѣтствующая биржа, въ Баваріи—министерствомъ королевскаго двора и иностранныхъ дѣлъ по соглашенію съ министерствами юстиціи и финансовъ, въ Саксоніи—„по выслушаніи правленія биржи и правительственнаго комиссара", министерствомъ внутреннихъ дѣлъ. Во всѣхъ случаяхъ, однако, курсовые маклера назначаются и увольняются правительствомъ. Передъ вступленіемъ въ исполненіе своихъ обязанностей они приносятъ присягу въ томъ, что будутъ честно исполнять возложенныя на нихъ обязанности. Къ этой присягѣ приводитъ ихъ правительственный комиссаръ. По принятіи присяги маклеръ получаетъ отъ назначившаго его вѣдомства особое удостовѣреніе. Однако, курсовые маклера,

хотя и назначаются властями, все-же не являются чиновниками. Напротивъ, они занимаютъ двоякое положеніе: они и коммерсанты, и чиновники. Они—коммерсанты, ибо они ведутъ торговое предпріятіе, имѣющее опредѣленную фирму и внесенное въ торговый реестръ, и въ опредѣленныхъ случаяхъ выступаютъ въ качествѣ самостоятельныхъ контрагентовъ, т. е. совершаютъ сдѣлки за собственный счетъ. Но они въ то же время и чиновники, такъ какъ они подчинены контролю палаты маклеровъ и правительственнаго комиссара, имѣющихъ право контролировать ихъ книги; кромѣ того, они должны принести присягу въ томъ, что по совѣсти будутъ исполнять возложенныя на нихъ порученія.

Задачи курсовыхъ маклеровъ на фондовой биржѣ сводятся къ слѣдующему. 1) Они должны служить посредниками между покупателями и продавцами цѣнныхъ бумагъ; 2) они должны участвовать въ установленіи курсовъ и 3) они вправѣ по порученію третьихъ лицъ совершать продажи (принудительныя продажи, ликвидаціи находившихся въ залогѣ бумагъ) и покупки (въ цѣляхъ покрытія) цѣнныхъ бумагъ.

Курсовые маклера вправѣ совершать сдѣлки лишь для тѣхъ посѣтителей биржи, которые обладаютъ свидѣтельствомъ на право торговли на биржѣ. Они, слѣдовательно, не имѣютъ права принимать порученія лицъ, стоящихъ внѣ биржи. Они обязаны хранить молчаніе о данныхъ имъ порученіяхъ, посколько они не освобождены отъ этого либо заинтересованными лицами, либо-же характеромъ самой сдѣлки.

На нѣмецкихъ биржахъ существуютъ двѣ системы посредничества въ торговлѣ цѣнными бумагами: или маклера посредничаютъ во всѣхъ бумагахъ, или-же цѣнныя бумаги раздѣляются на опредѣленныя группы, и каждому маклеру поручается опредѣленная группа бумагъ. Въ этомъ случаѣ сдѣлки съ каждой группой бумагъ обыкновенно поручаются двумъ маклерамъ.

Только что упомянутый принципъ раздѣленія труда проведенъ на берлинской биржѣ. Въ Берлинѣ группы изъ 2 маклеровъ (въ исключительныхъ случаяхъ изъ 3 маклеровъ) совершаютъ сдѣлки съ однѣми и тѣми-же бумагами. Эти группы распредѣлены въ трехъ залахъ биржи. Число бумагъ, продажа коихъ поручена одной группѣ, весьма различно. Такъ, напр., двумъ маклерамъ, образующимъ группу VI, поручено всего лишь 14 цѣнностей (имперскіе и прусскіе займы, а также земскіе закладные листы), въ то время какъ два маклера группы XI

получили не менѣе 140 бумагъ, главнымъ образомъ, изъ малоходкихъ облигацій промышленныхъ предпріятій. Справедливое распредѣленіе, конечно, не легко провести. Технически же система распредѣленія бумагъ является неизбѣжной предпосылкой облегченія торговли на крупныхъ биржахъ. Совершенно невозможно, чтобы на крупной биржѣ, на которой котируется нѣсколько тысячъ цѣнностей, всѣ маклера могли торговать всѣми бумагами. И съ технической стороны врядъ-ли подобная система можетъ быть рекомендована, ибо торговля опредѣленными бумагами предполагаетъ извѣстное знаніе ихъ. Такая система, разрѣшающая маклерамъ торговлю всѣми бумагами, принята лишь на маленькихъ биржахъ, но раньше она практиковалась только во Франкфуртѣ и въ Мюнхенѣ.

Вторая функція курсовыхъ маклеровъ состоитъ въ участіи при *оффиціальномъ установленіи курсовъ* [1]). Только сдѣлки, проведенныя по ихъ книгамъ, вліяютъ на оффиціальные курсы. § 31 закона о биржѣ гласитъ, что при сдѣлкахъ съ товарами или цѣнными бумагами только тогда можно требовать, чтобы эти сдѣлки были приняты во вниманіе при оффиціальномъ установленіи курсовъ, если онѣ были заключены при посредствѣ курсового маклера. Этимъ путемъ исключены курсы кулиссы. Правда, послѣдніе могутъ быть приняты во вниманіе правленіемъ биржи, но это имѣетъ скорѣе теоретическое, чѣмъ практическое значеніе. Въ качествѣ самостоятельнаго контрагента маклеръ можетъ выступить лишь въ случаѣ такъ называемыхъ „концовъ“ (Spitze), остатковъ. Такъ, напр., если нужно продать M. 95,000 и купить M. 100,000 какой-нибудь бумаги, то маклеръ можетъ принять „конецъ“, т. е. остатокъ въ M. 5,000 на собственный счетъ. Однако, маклерамъ воспрещено совершать сдѣлки за собственный счетъ съ бумагами, которыя они оффиціально продаютъ. Согласно § 32 закона о биржѣ, курсовые маклера могутъ совершать сдѣлки на собственный счетъ или же принимать гарантію за совершенныя ими сдѣлки съ бумагами, въ установленіи курсовъ коихъ они участвуютъ, лишь постолько, посколько это необходимо для выполненія данныхъ имъ порученій. Всякій курсовой маклеръ заноситъ полученныя имъ порученія въ записную книжку, число страницъ или листовъ коей удостовѣряется правленіемъ биржи. Благодаря этому, книжка маклера пріобрѣтаетъ особую вѣру. Путемъ взаимнаго взвѣшиванія полученныхъ пору-

[1]) См. подробно ниже въ статьѣ W. Prion'a.

Прим. ред.

ченій купли и продажи вычисляется курсъ, посколько дѣло касается сдѣлокъ за наличныя. На фондовой биржѣ въ Берлинѣ принятъ т. наз. „единообразный курсъ“ (Einheitskurs). Подъ этимъ понимается такой курсъ, при которомъ въ одинъ день можетъ быть совершено наибольшее число покупокъ и продажъ.

Этому единообразному курсу берлинская биржа обязана своимъ ростомъ; и теперь эта система введена на большинствѣ прочихъ биржъ. Установленіе курса производится въ Берлинѣ послѣ 2 часовъ дня (по субботамъ около $1^1/_2$), въ курсовой комнатѣ, куда имѣютъ доступъ лишь курсовые маклера, правленіе биржи (три представителя его) и правительственный комиссаръ. Курсы записываются секретарями биржи, и протоколъ поступаетъ въ находящуюся въ подвалѣ типографію, которая къ половинѣ 4-го уже выпускаетъ оффиціальную котировку.

Положеніе о маклерахъ (§ 24) опредѣляетъ, что курсовые маклера, по требованію, должны представить всѣ необходимыя объясненія членамъ правленія биржи, которымъ поручено установленіе курсовъ оффиціальной котировки. Если возникаютъ сомнѣнія или споры при установленіи курсовъ, то руководящій этимъ членъ правленія биржи вправѣ потребовать внесенія въ протоколъ соотвѣтствующаго объясненія маклера при напоминаніи о принесенной послѣднимъ присягѣ, а также по своему усмотрѣнію провѣрить правильность курса путемъ просмотра записныхъ книжекъ маклеровъ или инымъ образомъ. Однако, маклера вправѣ при представленіи книжекъ, не открывать именъ своихъ кліентовъ.

Представительствомъ маклеровъ, а также контролирующимъ ихъ органомъ является *палата маклеровъ*. Такая палата имѣется не на всѣхъ биржахъ, но тамъ, гдѣ она существуетъ, положеніе о маклерахъ возложило на нее извѣстныя функціи. Въ Берлинѣ палата маклеровъ состоитъ изъ 13 членовъ и 6 замѣстителей. Изъ нихъ 11 членовъ и 5 замѣстителей избираются изъ своей среды курсовыми маклерами фондовой биржи, остальные же—маклерами товарной биржи [1]). При обсужденіи вопросовъ, касающихся фондовой биржи, члены, избранные маклерами товарной биржи, не принимаютъ участія. Выборы происходятъ на 4 года. Палата маклеровъ имѣетъ правленіе и можетъ обра-

[1]) Новоучрежденная въ Берлинѣ биржа металловъ (мѣдная биржа) имѣетъ не курсовыхъ маклеровъ, а лишь назначенныхъ торговой палатой агентовъ.

зовывать изъ своихъ членовъ комиссіи для опредѣленныхъ нуждъ. Ея задачи слѣдующія:

1) она контролируетъ курсовыхъ маклеровъ, независимо отъ правъ, предоставленныхъ въ этомъ отношеніи правительственному комиссару, торговой палатѣ и правленію биржи.

2) она распредѣляетъ дѣла между отдѣльными курсовыми маклерами (образованіе группъ).

3) она, по предложенію маклеровъ, улаживаетъ споры между ними.

4) она улаживаетъ споры, возникающіе на почвѣ сдѣлокъ между маклерами и ихъ кліентами, по предложенію послѣднихъ.

5) она, по требованію правительства, даетъ свои отзывы по вопросамъ, входящимъ въ ея компетенцію.

Остается еще коснуться въ краткихъ чертахъ тѣхъ нѣмецкихъ биржъ, которыя не имѣютъ ни курсовыхъ маклеровъ, ни палатъ маклеровъ. Къ этой категоріи изъ числа фондовыхъ биржъ относится биржа въ Гамбургѣ. Для установленія курсовъ тамъ существуютъ другіе органы, а именно, эту функцію исполняетъ членъ комиссіи экспертовъ по торговлѣ цѣнными бумагами. Курсы отмѣчаются на запискахъ, которыя контрагенты опускаютъ въ особые ящики, предназначенные для этой цѣли. Въ Маннгеймѣ положеніе о биржѣ опредѣляетъ, что курсовые маклера въ томъ смыслѣ, какъ это понимаетъ законъ о биржѣ отъ 22 іюня 1896 г., не назначаются. Члены фондовой биржи совершаютъ сдѣлки непосредственно безъ участія курсовыхъ маклеровъ. Въ качествѣ биржевыхъ секретарей при установленіи курсовъ выступаютъ, такъ называемые, торговые маклера, на обязанности коихъ лежитъ вносить въ особый существующій для этой цѣли реестръ всѣ совершенныя на маннгеймской биржѣ сдѣлки, съ указаніемъ контрагентовъ, цѣнностей, суммъ, курса и т. д., и удостовѣрять подписью правильность записей. Этотъ биржевой реестръ имѣетъ публичный характеръ, и всякій посѣтитель биржи вправѣ во время открытія биржи просматривать его.

Судъ чести (Ehrengericht).

Дальнѣйшимъ органомъ биржи, хотя и въ болѣе широкомъ значеніи этого слова, служитъ *судъ чести*, который является обязательнымъ для каждой биржи и общимъ для разнаго рода биржъ. Такъ, напр., фондовая, товарная и металлическая биржи въ Берлинѣ имѣютъ лишь одинъ судъ чести.

Члены суда чести назначаются обыкновенно торговой палатой. § 9 закона о биржѣ опредѣляетъ: Судъ чести состоитъ изъ всѣхъ или части членовъ наблюдательнаго органа биржи, если таковой существуетъ, въ противномъ случаѣ, изъ членовъ, избираемыхъ биржевыми органами. Въ Дрезденѣ 4 члена суда чести избираются торговой палатой, а три—совѣтомъ биржи; предсѣдателемъ суда чести является всегда предсѣдатель совѣта биржи. На берлинской биржѣ судъ чести состоитъ изъ 5 дѣйствительныхъ членовъ и 7 замѣстителей, которые избираются торговой палатой изъ числа ея членовъ на три года. Кромѣ того, въ судъ чести входитъ секретарь торговой палаты съ правомъ совѣщательнаго голоса. Засѣданія суда чести происходятъ въ составѣ 3 или 5 членовъ съ правомъ рѣшающаго голоса. И на другихъ нѣмецкихъ биржахъ судъ чести состоитъ большей частью изъ 5 членовъ.

Компетенція суда чести опредѣлена § 10 закона о биржѣ, согласно коему судъ чести привлекаетъ къ отвѣтственности посѣтителей биржи за поступки, несовмѣстимые съ честью или подрывающіе довѣріе. Къ такого рода поступкамъ принадлежатъ, напр., злонамѣренное вліяніе на курсы путемъ распространенія ложныхъ извѣстій, подкупъ и т. д. Но и въ томъ случаѣ, когда допущенный къ биржѣ банкиръ навязываетъ кліенту гнилыя бумаги, судъ чести можетъ подвергнуть его наказанію.

Засѣданія суда чести въ полномъ составѣ—не публичны. Однако, судъ чести можетъ постановить разсматривать дѣла публично; онъ обязанъ это сдѣлать, если правительственный комиссаръ или обвиняемый этого потребуетъ, за исключеніемъ тѣхъ случаевъ, когда съ публичными разбирательствами связана опасность для общественнаго порядка, государственной безопасности или нравственности (§ 173 закона о судопроизводствѣ). Обвиняемый можетъ имѣть адвоката или иного защитника. Судъ чести можетъ приглашать свидѣтелей и экспертовъ и приводить ихъ къ присягѣ. Наказаніе можетъ ограничиться выговоромъ или же повести къ временному или полному исключенію изъ биржи.

Кто однажды былъ исключенъ изъ одной какой-нибудь биржи, не можетъ быть болѣе допущенъ ни на какую другую биржу. На постановленіе суда чести можетъ послѣдовать жалоба какъ правительственнаго комиссара, такъ и обвиняемаго; для разсмотрѣнія этихъ жалобъ періодически образуется кассаціонная палата, состоящая изъ предсѣдателя и 6 членовъ. Предсѣдатель

ея назначается Союзнымъ Совѣтомъ, члены избираются биржевымъ совѣтомъ изъ числа его членовъ, назначенныхъ по предложенію органовъ биржи. Кромѣ того, назначаются замѣстители предсѣдателя и членовъ. Въ засѣданіи палаты не должны принимать участія болѣе двухъ членовъ, принадлежащихъ къ одной и той-же биржѣ (§ 17 закона о биржѣ). Для подачи жалобы установленъ недѣльный срокъ, детали установлены въ §§ 18—27 биржевого закона.

Когда еще только собирались ввести судъ чести въ организацію нѣмецкихъ биржъ, люди практики изъ теоретическихъ соображеній были противъ этого нововведенія. Соображенія эти сводились, главнымъ образомъ, къ тому, что обыкновенно судъ чести, напр., офицеровъ, врачей и т. д. базируется на однородныхъ элементахъ съ одинаковыми понятіями о чести, съ приблизительно одинаковымъ образованіемъ, между тѣмъ какъ посѣтители биржи состоятъ изъ самыхъ разнородныхъ элементовъ. И это различіе образованія, обусловливая разное пониманіе вопросовъ чести, казалось препятствіемъ для раціонально функціонирующаго суда чести. Однако, эти опасенія оказались неосновательными.

Судъ чести на биржахъ выполнилъ возложенныя на него задачи. Привлекая къ отвѣтственности и наказывая временнымъ или постояннымъ исключеніемъ тѣхъ подозрительныхъ членовъ биржи, которые не были исключены правленіемъ ея, судъ чести способствовалъ охраненію и укрѣпленію репутаціи биржи.

Третейскій судъ (Schiedsgericht).

Наконецъ, органами биржи являются *третейскіе суды*. Потребности торговыхъ сношеній, особенно въ области биржевыхъ сдѣлокъ, требуютъ скорѣйшаго устраненія разногласій и вытекающихъ изъ нихъ споровъ. Покупатели и продавцы чрезвычайно заинтересованы въ томъ, чтобы возможно скорѣе получить увѣренность, имѣетъ-ли договоръ юридическую силу или нѣтъ, ибо отъ этого большей частью зависятъ дальнѣйшія биржевыя операціи. И что, безъ сомнѣнія, особенно важно для торговаго міра—рѣшенія по этимъ спорнымъ вопросамъ выносятся коллегами по профессіи, которые изъ личнаго опыта вполнѣ освѣдомлены о потребностяхъ торговли и реальныхъ соотношеніяхъ.

Въ Берлинѣ споры разрѣшаются комиссіей правленія биржи, т. наз., *трехчленной комиссіей*. Ея компетенціи подлежатъ

дѣла въ тѣхъ случаяхъ, если цѣнныя бумаги, относительно коихъ возникъ споръ, допущены къ торговлѣ на берлинской биржѣ, и если дѣло идетъ о разногласіяхъ по вопросу о сдачѣ бумагъ, о толкованіи или примѣненіи существующихъ обычаевъ. Эта трехчленная комиссія разрѣшаетъ споры, не взымая никакихъ сборовъ и основываясь на устномъ изложеніи обстоятельствъ дѣла сторонами или торговыми представителями ихъ. Защита другими довѣренными или представленіе письменныхъ доказательствъ не разрѣшаются. Комиссія допускаетъ лишь только свидѣтелей и документы, которые имѣются на-лицо и могутъ быть представлены тотчасъ же. Приведеніе къ присягѣ одной изъ сторонъ или свидѣтелей не допускается. Вынесенныя постановленія и состоявшіяся соглашенія должны быть, по требованію одной изъ сторонъ, внесены въ книгу протоколовъ. Состоявшееся соглашеніе должно быть подписано сторонами. Неисполненіе постановленія или состоявшагося соглашенія можетъ повлечь за собой исключеніе изъ биржи. Комиссія можетъ въ каждый моментъ разбирательства дѣла уклониться отъ постановленія и передать дѣло фондовому отдѣлу правленія биржи, которое также имѣетъ право отказаться отъ разбирательства.

Литература: *Saling's* Börsenpapiere.—Frankfurter Börsen-Handbuch.—*Georg Burs.* Berliner Börse 1685—1913, 1913.—*Spangenthal.* Geschichte der Berliner Börse, 1903.—Iubiläumsschrift der Hamburger Börse, 1891.—*Stillich.* Die Börse und ihre Geschäfte, 1909—(Русск. пер. *Штиллихъ.* Биржа и ея дѣятельность. Спб. 1912).—*G. Obst.* Geld, Bank und Börsenwesen, 1908.—*Wiedenfeld.* Die Börse, 1898.—*Wermert.* Börse, Börsengesetz und Börsengeschäfte 1904.—*Cohn.* Beiträge zur deutschen Börsenreform 1895.—*Peleger und Ischwindt.* Börsenreform in Deutschland 1896, 1897, 3 B-de.—*Lotz.* Die Börsenreform, 1897.—*Knipper.* Der Berliner Effectenhandel, 1902.—*A. Meyer.* Die Deutschen Börsensteuern, 1902.—*E. Mark.* Die Entwicklung der deutschen Provinzbörsen, 1913.

Фондовыя биржи въ Австро-Венгріи.

Статья **А. С. Шора.**

Для фондовой торговли въ Австро-Венгріи имѣютъ наибольшее значеніе вѣнская, пражская и будапештская биржи. Въ дальнѣйшемъ мы ограничимся изложеніемъ организаціи вѣнской фондовой биржи, такъ какъ организація прочихъ биржъ отличается отъ вѣнской лишь въ деталяхъ.

Устройство фондовыхъ биржъ въ Австріи регулируется слѣдующими законами: 1 апрѣля 1875 г. (объ устройствѣ биржъ)-4 апрѣля 1875 г. (институтъ биржевыхъ маклеровъ); законъ 11 апрѣля 1876 г. (участіе торговыхъ и промышленныхъ предпріятій въ биржевомъ фондѣ); 1 августа 1895 г.—(статьи гражданскаго уложенія XIII—XXVI—третейскіе суды). Въ Венгріи до сихъ поръ нѣтъ спеціальнаго биржевого законодательства. Фондовыя, какъ и товарныя биржи, въ Австро-Венгріи связаны съ организаціями, представляющими интересы торговаго сословія и землевладѣнія. Онѣ пользуются самостоятельностью лишь въ извѣстныхъ предѣлахъ. Государство въ лицѣ министровъ финансовъ, торговли, а иногда и земледѣлія, регулируетъ сферу биржевой дѣятельности: для рѣшенія наиболѣе важныхъ вопросовъ требуется согласіе правительственной власти, и дѣятельность биржъ происходитъ подъ постояннымъ надзоромъ со стороны правительства.

Государство признаетъ лишь такія организаціи, которыя возникаютъ съ согласія правительства. Для открытія биржи требуется разрѣшеніе министра финансовъ и министра торговли; а если на биржахъ идетъ торговля продуктами земледѣлія,—также и министра земледѣлія. Участіе въ биржахъ, не разрѣшенныхъ государствомъ, запрещено и карается различными способами (штрафомъ до 1000 гульденовъ). Разрѣшеніе министръ финансовъ выдаетъ на основаніи заключенія торгово-промышленной камеры, министръ земледѣлія выслушиваетъ мнѣніе организаціи,

представляющей интересы земледѣлія въ данной части государства—(Landeskulturrat, Landwirtschaftliche Gesellschaft).

Для настоящаго надзора за дѣятельностью биржъ государство представлено на нихъ особымъ должностнымъ лицомъ, носящимъ названіе биржевого комиссара. Комиссары вправѣ обращать вниманіе представителей биржевого общества на дѣйствія, которыя, по ихъ мнѣнію, не соотвѣтствуютъ требованіямъ закона. Присутствуя на совѣщаніяхъ органовъ биржи, они могутъ даже въ нѣкоторыхъ исключительныхъ случаяхъ пріостанавливать рѣшеніе ихъ вплоть до момента, когда спорный вопросъ будетъ окончательно разрѣшенъ министерствомъ. Вообще, во всѣхъ наиболѣе важныхъ вопросахъ общаго характера правительственная власть является высшей инстанціей. Вопросъ о допущеніи къ котировкѣ на биржѣ тѣхъ или другихъ бумагъ рѣшается даже всецѣло министромъ финансовъ. При этомъ лишь выслушивается мнѣніе представителей биржи. Напротивъ, биржа вполнѣ самостоятельна въ вопросахъ, касающихся внутренняго распорядка, напр., въ урегулированіи ликвидаціонныхъ операцій и т. д. Власть министра финансовъ выражается еще въ его правѣ временно прекращать дѣятельность биржи, по соглашенію съ министромъ торговли. Полное закрытіе биржи возможно лишь послѣ совѣщанія министровъ съ мѣстной торгово-промышленной камерой.

Хотя биржа считается одною изъ организацій торговаго сословія, но принадлежность къ торговому сословію не является необходимымъ условіемъ допущенія на биржу. Правила допущенія на биржу тѣхъ или другихъ лицъ на различныхъ биржахъ различны. Вообще-же на биржу не допускаются несовершеннолѣтніе, банкроты и лица, совершившія поступки, ведущіе къ потерѣ торговой чести, также лица, совершившія проступки противъ биржевыхъ уставовъ (распространеніе ложныхъ слуховъ и т. д.).

Во главѣ австрійскихъ биржъ стоитъ выборное правленіе. На его отвѣтственности лежитъ соблюденіе биржевого устава; оно представляетъ биржу во всѣхъ внѣшнихъ отношеніяхъ, слѣдитъ за поддержаніемъ порядка на биржѣ и обладаетъ необходимой для этого дисциплинарной властью. Оно можетъ налагать на провинившихся штрафы до 1000 кронъ и запрещать имъ посѣщеніе биржи на срокъ до трехъ мѣсяцевъ. Въ случаѣ, если штрафъ не превышаетъ 100 кр., а запрещеніе посѣщать биржу,—двѣ недѣли, дисциплинарныя взысканія являются безапелляціонными. При болѣе значительныхъ взысканіяхъ рѣшенія биржи могутъ быть обжалованы.

Хотя биржи управляются уставами, ими же самими выработанными, но уставы эти нуждаются въ утвержденіи со стороны власти. То же относится и къ правиламъ, посредствомъ которыхъ биржи регулируютъ происходящія на нихъ операціи. Прежде чѣмъ эти правила пріобрѣтутъ обязательный характеръ, они публикуются и не получаютъ утвержденія, если торгово-промышленныя камеры или сельско-хозяйственныя корпораціи найдутъ эти правила нецѣлесообразными, и опротестуютъ ихъ. Органы правительственной власти могутъ требовать также отмѣны правилъ, уже примѣнявшихся.

Лишь цѣнности, оффиціально допущенныя на биржу, могутъ являться объектомъ биржевыхъ сдѣлокъ. Отсюда, однако, не слѣдуетъ, чтобъ законодательство не допускало на биржахъ сдѣлокъ, касающихся другихъ цѣнностей. Такія сдѣлки можно заключать на биржѣ, но имъ нельзя придавать биржевой формы. Для ихъ реализаціи нельзя пользоваться аппаратомъ, существующимъ къ услугамъ лицъ, которыя заключаютъ сдѣлки чисто биржевого характера.

Сдѣлки обыкновенно заключаются черезъ посредство биржевыхъ маклеровъ (обычное ихъ названіе—Sensal). Но посредничество маклеровъ не является обязательнымъ условіемъ заключенія биржевой сдѣлки. Въ Венгріи въ настоящее время даже совершенно отсутствуетъ институтъ оффиціальныхъ присяжныхъ маклеровъ.

Биржевые маклера назначаются правленіемъ биржи, но утверждаются правительственной властью послѣ приведенія ихъ къ присягѣ. Они должны выдержать конкурсное испытаніе. Испытаніе это производится правленіемъ биржи, если маклеръ желаетъ ограничить свою дѣятельность только данной опредѣленной биржей. Въ случаѣ, если онъ желаетъ пріобрѣсти право дѣятельности и на другихъ биржахъ, испытаніе производится торгово-промышленной камерой. Биржевой маклеръ долженъ обязательно быть австрійскимъ гражданиномъ, достигнуть возраста 24 года, не быть опороченнымъ по суду и свободно располагать принадлежащимъ ему имуществомъ. Въ нѣкоторыхъ случаяхъ отъ маклера требуется внесеніе залога (на вѣнской биржѣ въ фондовомъ отдѣленіи 40.000 кр.). Вступленію маклера въ должность предшествуетъ публикація въ оффиціальномъ органѣ. Вступленіе въ должность считается законченнымъ, когда маклеръ получаетъ отъ биржевого комитета книгу для веденія записей.

Маклеръ обязанъ вносить въ свою книгу всѣ сдѣлки, за-

ключенныя черезъ его посредство. При этомъ должны быть указаны имена контрагентовъ, время заключенія сдѣлки, родъ и количество проданнаго товара, цѣна его и срокъ выполненія обязательства. Сдѣлка обязательно должна быть обозначена опредѣленнымъ номеромъ. Какъ только заключена сдѣлка, маклеръ составляетъ въ двухъ экземплярахъ заключительную записку (Schlussnote) тѣмъ же номеромъ, какъ запись въ книгѣ. Записка содержитъ тѣ же данныя, что и книга. Каждой изъ сторонъ, вступившихъ въ сдѣлку, вручается по экземпляру. Такимъ образомъ, сдѣлка оказывается засвидѣтельствованной въ трехъ документахъ.

Маклерамъ запрещено заключать сдѣлки за собственный счетъ или въ качествѣ комиссіонеровъ. Они не должны занимать зависимыя положенія въ предпріятіяхъ, не могутъ быть членами правленія или ревизіонной комиссіи въ акціонерныхъ обществахъ. Они имѣютъ право держать помощниковъ. Но помощники эти (Remisiers) должны лишь исполнять порученія, но не имѣютъ права принимать участіе въ сдѣлкахъ. Правленіе биржи опредѣляетъ число такихъ помощниковъ. Маклеры обыкновенно образуютъ особыя общества (Gremium).

Маклеръ долженъ способствовать лишь сдѣлкамъ, относительно которыхъ онъ убѣжденъ, что онѣ не носятъ фиктивнаго характера. Въ случаѣ подозрѣнія, что сдѣлка фиктивна, маклеръ вправѣ отказывать въ ея заключеніи. Маклеръ долженъ имѣть дѣло съ лицами, ему знакомыми, и не имѣетъ права принимать письменныя порученія изъ другого города. Онъ обязанъ, по требованію одной изъ сторонъ, сообщать ей имя лица, выступающаго съ противоположной стороны. Отказать въ этомъ требованіи онъ можетъ лишь въ томъ случаѣ, если сторона, не желающая назвать себя, внесла залогъ, обезпечивающій выполненіе обязательства, или если это лицо ему близко знакомо. Въ послѣднемъ случаѣ самъ маклеръ отвѣчаетъ за выполненіе обязательства.

Вознагражденіе маклерамъ составляетъ для девизъ—$^{8}/_{10}$ ‰ (про-милле), причемъ каждый контрагентъ платитъ половину; для цѣнныхъ бумагъ—$^{1}/_{2}$ ‰ чистой курсовой цѣны, но не меньше 1‰ номинальной цѣны.

Споры между сторонами, вступающими въ сдѣлки, рѣшаются *третейскимъ судомъ*. Подчиненіе третейскому суду обязательно для всѣхъ лицъ, вступающихъ въ сдѣлку. Освобождаетъ отъ подчиненія третейскому суду только письменное условіе, заключенное между сторонами, вступающими въ сдѣлку. Рѣшенія этого суда безапелляціонны; лишь въ извѣстныхъ случаяхъ, пре-

дусмотрѣнныхъ уставами биржъ, недовольная сторона имѣетъ право обращаться въ общіе суды съ просьбой объ отмѣнѣ рѣшенія. Но случаи, когда лица, пользующіяся третейскими судами, оказываются недовольны ихъ рѣшеніями,—крайне рѣдки.

Министерству юстиціи предоставлена возможность слѣдить за дѣятельностью третейскихъ судовъ черезъ посредство своихъ представителей. Ему же третейскіе суды ежегодно представляютъ подробный отчетъ статистическаго характера относительно своей дѣятельности въ теченіе года.

Вопроса о котировкѣ курсовъ мы коснемся здѣсь лишь въ общихъ чертахъ [1]).

Процедура выполняется членами биржевого правленія, подъ наблюденіемъ биржевого комиссара, и происходитъ ежедневно послѣ закрытія биржи. Основаніемъ для разсчетовъ служатъ сдѣлки, заключенныя маклерами, и нѣкоторыя другія свѣдѣнія, сообщенныя ими же относительно разныхъ обстоятельствъ, сопровождавшихъ заключеніе сдѣлки. Порядокъ, посредствомъ котораго устанавливается курсъ, подлежитъ измѣненію лишь съ разрѣшенія министерства по представленію биржевого правленія или корпорацій, связанныхъ биржей.

Исторія вѣнской биржи.

Вѣнская биржа была основана патентомъ императрицы Маріи Терезіи 1 августа 1771 г. Назначеніе биржи должно было заключаться въ томъ, чтобы способствовать общественному кредиту и служить населенію защитой отъ ростовщичества. Она представляла собой учрежденіе съ рѣзко выраженнымъ государственнымъ характеромъ. Всѣми операціями завѣдывалъ правительственный чиновникъ „биржевой комиссаръ“. Торговыя операціи съ фондами было разрѣшено производить исключительно на биржѣ. Внѣ ея предѣловъ эти бумаги разрѣшено было продавать только по номинальной цѣнѣ. И въ этомъ, и въ другомъ случаѣ было признано обязательнымъ посредничество биржевого маклера. Для операцій съ векселями допускалось нѣсколько больше свободы. На биржахъ ихъ можно было производить безъ посредства маклера. Но внѣ биржи и эти операціи должны были производиться при содѣйствіи маклера, на основаніи записей въ его книгѣ. Маклера назначались коммерческимъ

---

[1]) См. подробно ниже въ статьѣ *W. Prion'a*.

Прим. ред.

судомъ (Merkantil und Wechselgericht). Среднія цѣны бумагъ устанавливали биржевые маклера подъ руководствомъ комиссара. Ежедневно послѣ закрытія биржи эти лица устанавливали цѣну, которую публиковали на слѣдующій день. Строгія мѣры были приняты противъ возможности вліянія на цѣны бумагъ со стороны участниковъ биржевыхъ операцій. Въ виду этого подвергался наказанію всякій, кто пытался воздѣйствовать на публику путемъ выкрикиванія или какимъ-нибудь другимъ способомъ (знаками). Правительство настолько старалось дисциплинировать биржевое собраніе, что принимало мѣры къ снабженію его для поддержанія порядка военной охраной.

До половины XIX вѣка вѣнская биржа сохранила свое первоначальное устройство. Только въ 1854 г. она была преобразована на совершенно новыхъ началахъ. Завѣдываніе дѣлами биржи было отнято у комиссара и поручено правленію биржи, которому дано было названіе „биржевой камеры“. Она состояла изъ 18 биржевыхъ совѣтниковъ. Ихъ утверждалъ на три года министръ финансовъ, по представленію трехъ корпорацій: торгово-промышленной камеры, гильдіи крупныхъ торговцевъ и остальныхъ торговцевъ, по шесть изъ числа членовъ этихъ корпорацій. Президентъ камеры назначался министромъ финансовъ изъ числа совѣтниковъ, по представленію камеры.

Биржевые маклера утратили свои привилегіи: было разрѣшено заключать сдѣлки и безъ ихъ посредничества. Они стали назначаться министромъ финансовъ, по представленію биржевой камеры. Кромѣ того, возникъ институтъ биржевыхъ агентовъ, избираемыхъ уже самой биржевой камерой на четыре года. И въ такомъ видѣ биржа все еще пользовалась очень незначительной свободой. Не говоря уже о другихъ европейскихъ странахъ, даже въ той же Австріи, въ Тріестѣ, существовала биржа на болѣе свободныхъ началахъ.

Дальнѣйшій толчекъ развитію биржъ далъ кризисъ 1873 г.; При немъ обнаружилась полная несостоятельность правительственной регламентаціи. Такимъ образомъ возникъ законъ 1875 г., составляющій и до сихъ поръ основу биржевого законодательства Австріи. Онъ создалъ новую автономную биржу, которая начала функціонировать съ 1 сентября 1876 г.

Биржа получила теперь право самоуправленія, биржевая камера стала выборной и, въ свою очередь, стала избирать президента. Камера сама вырабатываетъ теперь уставъ биржи, слѣдитъ за порядкомъ на ней и т. д. Биржевой комиссаръ сталъ лишь органомъ надзора правительства за биржей.

Эволюція биржи находится въ связи съ развитіемъ на ней различныхъ операцій. Узаконенное время, въ теченіе котораго функціонировала биржа, оказывалось недостаточнымъ для успѣшнаго веденія биржевыхъ операцій. Вслѣдствіе этого, возникли подпольныя биржи, утренняя и вечерняя, собиравшіяся въ кафе. Въ сороковыхъ годахъ онѣ стали играть очень крупную роль въ биржевыхъ операціяхъ, и притомъ въ 1847—8 г.г. вредную. Правительство тѣмъ не менѣе было вынуждено сначала терпѣть ихъ, а въ 1850 г. разрѣшить вечернюю биржу, приставивъ къ ней для контроля чиновника (Regierungsrat). Эту биржу смѣнило въ 1860 г. общество Effekten-Sozietät, представлявшее уже и вечернюю, и утреннюю биржу. Какъ видно по его названію, оно являлось фондовой биржей и было основано группой фондовыхъ маклеровъ. Только въ 1872 г. это общество было уничтожено и слилось съ фондовой биржей (съ 1873 г. и въ одномъ зданіи). Появленіе товарной биржи также относится къ 1873 г., но сначала она сливалась съ фондовой биржей, и только съ 1887 г. ей дано было отдѣльное помѣщеніе, и операціи на ней стали производиться отдѣльно отъ операцій фондовой биржи.

Сравнительно къ недавнему времени (1906 г.) относится возникновеніе дисциплинарнаго суда. Что касается третейскаго суда, то современная его форма установилась лишь путемъ послѣдовательной эволюціи. Когда впервые въ 1854 г. была основана биржевая камера, она вмѣстѣ съ тѣмъ была снабжена функціями третейскаго суда. Суду этому подлежали лишь сдѣлки, заключавшіяся черезъ посредство маклеровъ. Судъ не былъ гласнымъ, адвокаты на него не допускались. Онъ находился въ тѣсной связи съ общимъ судомъ, въ особенности поскольку дѣло касалось исполненія приговоровъ. Наравнѣ съ этимъ судомъ для сдѣлокъ, заключенныхъ безъ посредства маклеровъ и не на биржѣ, а въ Effekten-Sozietät, возникла иного рода организація. Та же биржевая камера стала выступать не въ качествѣ судьи, а въ цѣляхъ примиренія между сторонами, недовольными другъ другомъ. Такого рода дѣятельность, скорѣе административнаго, чѣмъ судебнаго характера, пріобрѣла огромное значеніе въ жизни биржи. Хотя, въ случаѣ неудачи въ попыткѣ примирить стороны, камера предоставляла обратившимся къ ней сторонамъ перенести дѣло въ судъ, но большей частью оно до суда не доходило. Такимъ образомъ, послѣдній освобождался отъ огромнаго количества безполезной работы. Съ теченіемъ времени стало ясно, насколько важно существованіе особой примирительной

ной инстанціи и насколько въ ней нуждается биржа также и при сдѣлкахъ, заключенныхъ черезъ посредство маклера. Во время кризиса 1873 г. особенно ярко обнаружилась непригодность судовъ въ томъ видѣ, какъ они тогда существовали, для рѣшенія огромнаго числа дѣлъ, возникшихъ во время кризиса. Въ виду этого, еще до появленія новаго закона о биржахъ въ 1875 г. стали временно функціонировать новые суды, распространившіе свою компетенцію на всѣ дѣла; суды эти представляютъ уже особую организацію, независимую отъ биржевой камеры. Суды, которые начали дѣйствовать съ 1 янв. 1876 г., все еще не были гласными, на нихъ по прежнему не допускались адвокаты, присяга свидѣтелей попрежнему приносилась въ общемъ судѣ. Въ 1877 г. они распространили свою компетенцію и на сдѣлки, заключенныя внѣ биржи. Законъ 6 янв. 1896 г., дѣйствующій и въ настоящее время, не внесъ никакихъ измѣненій въ компетенцію судовъ, но преобразовалъ ихъ на началахъ гласности.

Учрежденія для ликвидаціи биржевыхъ сдѣлокъ также развивались постепенно. До 1869 г. сами стороны принимали всѣ мѣры, необходимыя для ликвидаціи. Онѣ составляли, такъ называемыя, цѣпи (Kettenarrangement); каждое лицо ликвидировало сдѣлку со своимъ контрагентомъ на основаніи условленнаго между ними курса. Такой порядокъ былъ сопряженъ съ очень крупными неудобствами. Въ виду этого, въ 1869 г. была введена система журналовъ. Особыя лица, назначавшіяся биржевой камерой, служили посредниками между лицами, ликвидировавшими свои сдѣлки. Но сами стороны должны были высчитывать разности, инкассировать слѣдуемыя суммы и т. д. Исходнымъ пунктомъ при ликвидаціи служилъ ихъ ликвидаціонный курсъ. И такой порядокъ оказался нецѣлесообразнымъ. Въ силу этого, 16 августа 1873 г. было основано особое ликвидаціонное бюро, дѣйствующее и до сихъ поръ. Замѣтимъ также, что, по мѣрѣ того, какъ прогрессировалъ порядокъ ликвидаціи, уменьшалось число дней въ недѣлю, посвященныхъ ликвидаціоннымъ операціямъ. Первоначально онѣ производились ежедневно послѣ закрытія биржи, и такой порядокъ былъ въ высшей степени неудобенъ. Съ 1 января 1898 г. ликвидаціонныя операціи производятся разъ въ недѣлю.

Вѣнская биржа въ настоящее время.

Вѣнская биржа состоитъ изъ двухъ отдѣленій: фондоваго и товарнаго. Лица, допущенныя въ одно изъ отдѣленій биржи, до-

пускаются и въ другое, но фондовое отдѣленіе доступно посѣтителямъ товарнаго лишь въ опредѣленные часы. Принимаетъ въ число членовъ товарнаго отдѣленія особый комитетъ, допускающій на биржу только лицъ, торгующихъ даннымъ товаромъ.

Къ участію въ биржевыхъ операціяхъ допускаются руководители торговыхъ предпріятій, либо ихъ уполномоченные. Въ послѣднемъ случаѣ доступъ на биржу труднѣе, чѣмъ въ первомъ. Вступленію въ члены общества такого уполномоченнаго должна предшествовать публикація (въ теченіе 8 дней), точно также публикуются и сообщенія объ утратѣ полномочій даннымъ лицомъ. Полномочіе можетъ быть полнымъ и неполнымъ. Въ послѣднемъ случаѣ сдѣлки, которыя заключаетъ данное лицо, обставлены болѣе строгими формальностями. Напр., сдѣлка съ лицомъ, располагающимъ ограниченными полномочіями, считается дѣйствительной лишь, если она оформлена посредствомъ заключительной записки (Schlussnote). При неограниченномъ полномочіи заключительная записка не является обязательнымъ условіемъ договора.

Пріемъ въ число членовъ происходитъ на основаніи письменнаго заявленія о желаніи вступить въ число членовъ биржи. Обыкновенно при этомъ требуется поручительство двухъ членовъ биржи. Поручительство длится въ теченіе трехъ лѣтъ, и поручившіяся лица рискуютъ утратить право вводить новыхъ членовъ, если рекомендованное ими лицо не оправдаетъ довѣрія. Вступленію должна предшествовать публикація въ теченіе 8 дней. Въ теченіе этого срока могутъ поступать возраженія противъ принятія новаго члена. Помимо того, биржевая камера можетъ отклонить вступленіе безъ мотивировки отказа, а возобновленіе попытки допускается лишь по истеченіи 6 мѣсяцевъ. Иногда биржевая камера требуетъ, чтобы лицо, желающее вести дѣла на биржѣ, вступило въ нее, въ качествѣ уполномоченнаго какого-нибудь стараго члена биржи, пользующагося прочной репутаціей.

Для посѣщенія биржи установлены билеты, оплачиваемые особымъ сборомъ. Размѣры этого сбора устанавливаются ежегодно. Они различны въ зависимости отъ того, какого рода билетомъ пользуется лицо, являющееся на биржу. Передавать билетъ другому лицу строго запрещено.

Кромѣ посѣтителей биржи, на нее допускаются еще гости, которые также уплачиваютъ сборъ. Гость получаетъ доступъ на биржу лишь по рекомендаціи члена. Жители Вѣны, принадле-

жащіе къ торговому сословію, могутъ посѣщать биржу въ качествѣ гостей не чаще четырехъ разъ въ мѣсяцъ. Гости, живущіе внѣ Вѣны, имѣютъ право посѣщать биржу не чаще, чѣмъ 6 разъ въ теченіе полугодія.

Биржа открыта ежедневно отъ 10 до 11 час., а потомъ отъ $12^1/_2$ до $2^1/_2$ (въ субботу до $1^3/_4$ ч.). Начало и конецъ биржевого собранія возвѣщается звонкомъ. Моменты, когда заканчивается какой-нибудь разрядъ операцій (фонды, девизы, валюта), также возвѣщаются звонкомъ.

Правленіе биржи носитъ названіе „Вѣнской биржевой камеры". Оно состоитъ изъ 30 „биржевыхъ совѣтниковъ" (Börsenräte). Должность совѣтника—почетная и безплатная. Изъ совѣтниковъ 15 выбираетъ фондовый отдѣлъ биржи, 9—товарный, 6—акціонерныя общества и кредитныя товарищества, бумаги которыхъ котируются на биржѣ и оплачиваются особымъ сборомъ. На участіе въ выборахъ даетъ право уплата сбора въ размѣрѣ не менѣе 200 кронъ. Правомъ избранія въ члены биржевой камеры пользуются лишь тѣ посѣтители биржи, которые, будучи австрійскими гражданами, являлись въ теченіе трехъ лѣтъ до избранія руководителями какого-нибудь торговаго предпріятія или его участниками, также участники акціонерныхъ и т. п. обществъ, являющіеся на биржѣ представителями этихъ обществъ. Биржевая камера выбираетъ изъ своей среды президента и двухъ вице-президентовъ.

Камера представляетъ биржу во всѣхъ внѣшнихъ отношеніяхъ, поддерживаетъ сношенія съ министрами, отвѣчаетъ за порядокъ на биржѣ и ведетъ ея дѣла. Она завѣдуетъ биржевымъ фондомъ (зданіе биржи, движимое имущество), получая необходимыя для этого средства путемъ различныхъ сборовъ (за билеты, отъ акціонерныхъ обществъ, бумаги которыхъ котируются на биржѣ). Размѣры сборовъ устанавливаетъ ежегодно особая финансовая комиссія. Отчеты о состояніи фонда ежегодно представляются министру финансовъ и публикуются.

Биржевая камера обладаетъ крупной дисциплинарной властью. Она можетъ дѣлать выговоры, налагать штрафы, устранять отъ посѣщенія биржи (см. выше). Штрафы поступаютъ въ благотворительное учрежденіе (имени императора Франца-Іосифа). Дисциплинарнымъ наказаніемъ караются слѣдующіе проступки:

1) Воздѣйствіе съ корыстной цѣлью на курсъ путемъ заключенія фиктивныхъ сдѣлокъ.

2) Заключеніе сдѣлокъ на условіяхъ, стоящихъ въ противорѣчіи съ правилами торговой чести.

3) Реклама, форма которой признана неприличной.

4) Заключеніе сдѣлки съ уполномоченнымъ фирмы, когда имѣется основаніе предполагать, что сдѣлка не въ интересахъ хозяина фирмы.

5) Заключеніе сдѣлки лицомъ, являющимся представителемъ фирмы, въ собственныхъ интересахъ, вопреки интересамъ владѣльца фирмы.

6) Заключеніе сдѣлки съ лицомъ, стоящимъ внѣ биржи, экономически несамостоятельнымъ и необезпеченнымъ.

7) Операціи, носящія характеръ игры.

Третейскій судъ имѣется и въ фондовомъ отдѣленіи, и въ товарномъ. Въ зависимости отъ предмета сдѣлки, разрѣшеніе спора беретъ на себя тотъ или другой судъ. Третейскій судъ фондоваго отдѣленія состоитъ изъ 36 членовъ, товарнаго—изъ 40. Члены эти выбираются общимъ собраніемъ биржи, но въ фондовомъ отдѣленіи четырехъ судей избираетъ корпорація маклеровъ. Судьи, въ свою очередь, выбираютъ изъ своей среды президента и двухъ вице-президентовъ. Всѣ эти должности—почетныя, безплатныя. Выбираются судьи на три года. Потеря активнаго избирательнаго права лишаетъ возможности занимать должность судьи. Къ лишенію должности приводятъ особенно крупные проступки, и вопросъ объ исключеніи рѣшаетъ вся коллегія судей.

Въ каждомъ отдѣльномъ случаѣ судъ производится лишь тремя или пятью лицами изъ состава данной коллегіи. Тяжущіяся стороны выбираютъ каждая по одному или по два члена. Эти послѣдніе выбираютъ со своей стороны предсѣдателя. Въ случаѣ, если они не сойдутся въ выборѣ, назначеніе исходитъ отъ президента суда. Каждая сторона пользуется правомъ отвода судей, выбранныхъ противоположной стороной, если имѣетъ основаніе заподозрить ихъ въ пристрастномъ отношеніи.

Лица, не принадлежащія къ числу членовъ или посѣтителей биржи, имѣютъ право избирать въ качествѣ третейскихъ судей также лицъ, стоящихъ внѣ биржи. Но имъ предоставленъ выборъ изъ ограниченнаго числа лицъ—изъ десяти лицъ, которыхъ назначаетъ для вѣнской биржи торгово-промышленная камера.

Судебное разбирательство производится гласно. Лишь въ силу особыхъ причинъ, на которыя особо указано въ правилахъ о третей-

скомъ судѣ, гласность можетъ быть устранена; стороны вправѣ поручить веденіе своего дѣла повѣренному. Въ качествѣ повѣренныхъ могутъ выступать слѣдующія лица: третейскіе судьи, но только не данной биржи, адвокаты, участники торговыхъ товариществъ, прокуристы, торговые служащіе, а также члены биржи и ея посѣтители. Прежде чѣмъ судебное разбирательство заканчивается, судъ снова дѣлаетъ попытку примирить стороны. Примиреніе только въ томъ случаѣ считается состоявшимся, если обѣ стороны его подписываютъ. Если примиреніе не удалось, судъ рѣшаетъ дѣло по совѣсти. Обсужденіе и постановленіе рѣшеній происходитъ негласно. Резолюцію суда объявляетъ предсѣдатель. Рѣшеніе суда безапелляціонно. По вступленіи рѣшенія въ законную силу, судъ по ходатайству стороны выдаетъ о томъ удостовѣреніе. Для исполненія рѣшенія сторона обращается къ общимъ судебнымъ установленіямъ.

Производство ведется устно, но въ случаѣ, если дѣло представляетъ трудности, судъ можетъ потребовать отъ сторонъ письменнаго объясненія. Рѣшенія суда должны быть выполнены въ 24 часа, если дѣло касается уплаты денежныхъ суммъ. Жалоба на рѣшеніе третейскаго суда можетъ быть направлена либо въ коммерческій судъ, либо въ общія судебныя установленія.

Сдѣлки, заключенныя на вѣнской биржѣ, по способу ихъ *ликвидаціи* можно раздѣлить на два разряда. Къ первому принадлежатъ сдѣлки, которыя заключаются прямо между контрагентами. Передача такой сдѣлки третьему лицу сопряжена съ извѣстными трудностями, за попытку обойти которыя полагается дисциплинарное взысканіе. Въ этихъ случаяхъ сторона, приступающая къ сдачѣ, предупреждаетъ противоположную въ соотвѣтствующій день до 10 часовъ утра о сдачѣ, а затѣмъ доставляетъ товаръ на домъ. Такимъ образомъ ликвидируются: 1) сдѣлки съ кассовымъ расчетомъ, при которыхъ девизы и валюта сдаются на слѣдующій день послѣ заключенія сдѣлки, а фонды черезъ день, 2) сдѣлки на нѣсколько дней, для которыхъ установленъ пятидневный срокъ, включая праздничные дни, причемъ, однако, сдача должна послѣдовать въ день, когда биржа открыта.

Этимъ прямымъ сдѣлкамъ можно противопоставить другія, для ликвидаціи которыхъ необходимо содѣйствіе ликвидаціоннаго бюро (Arrangement-Bureau); онѣ поэтому носятъ техническое названіе сдѣлокъ „per Arrangement“. Для сдѣлокъ съ твердымъ срокомъ возможенъ и прямой способъ, и ликвидація per Arrangement. Такъ, напр., при сдѣлкахъ съ преміями прямой способъ

примѣняется, если назначается опредѣленный день, или сдѣлка заключена на срокъ по истеченіи нѣсколькихъ дней, недѣль, мѣсяцевъ. Но при сдѣлкѣ на мѣсяцы можетъ отсутствовать указаніе дня ликвидаціи. Такая сдѣлка становится сдѣлкой „къ концу мѣсяца“—„per ultimo“. А сдѣлки „per ultimo“ требуютъ ликвидаціи черезъ посредство бюро. Всѣ остальные разряды сдѣлокъ также ликвидируются при помощи бюро.

Сдача цѣнностей обыкновенно происходитъ такимъ образомъ, что сдающая сторона шлетъ ихъ на домъ принимающей сторонѣ. На самой биржѣ принимать и сдавать цѣнности запрещено. Уплата должна послѣдовать немедленно по предъявленіи доставленныхъ цѣнностей. При простыхъ сдѣлкахъ съ преміями уплата преміи должна происходить утромъ слѣдующаго послѣ заключенія сдѣлки дня. При сдѣлкахъ объ условныхъ покупкахъ или продажахъ, въ случаѣ, если одна изъ сторонъ отступаетъ отъ исполненія сдѣлки, она должна уплатить премію не позже утра слѣдующаго дня—послѣ того, какъ было сдѣлано соотвѣтствующее заявленіе. При двойныхъ преміяхъ уплата производится не позже 11 часовъ утра на слѣдующій день послѣ того, когда заключена сдѣлка. При кратныхъ сдѣлкахъ та часть, которая составляетъ предметъ твердой покупки или продажи, уплачивается либо одновременно съ преміей (девизы), либо немедленно. Въ случаѣ пролонгаціи, сдѣлки можно заключать либо прямо, либо per Arrangement. Продолжительность ихъ зависитъ отъ соглашенія сторонъ. При этомъ вознагражденіе за продленіе сдѣлки наступаетъ либо въ формѣ процента, либо въ видѣ опредѣленной суммы Kostgeld и Leihgeld (репортъ и депортъ).

Въ случаѣ невыполненія прямой сдѣлки въ условленное время, пострадавшая сторона можетъ либо настаивать на выполненіи сдѣлки, либо отказаться отъ сдѣлки, либо сама произвести покупку и продажу соотвѣтствующихъ цѣнностей, причемъ уплата разности въ цѣнѣ и прочихъ расходовъ падаетъ на сторону, не выполнившую договоръ. Исполненіе наступаетъ въ тотъ же день, о чемъ извѣщаются заказнымъ письмомъ и контрагентъ, и биржевая камера. Сообщеніе можно сдѣлать и прямо въ бюро камеры, гдѣ составляется протоколъ. Въ случаѣ несостоятельности одной изъ сторонъ, другая не освобождается отъ исполненія сдѣлки, но соотвѣтствующія покупки или продажи происходятъ немедленно же и исключительно черезъ посредство маклеровъ.

Посредствомъ ликвидаціоннаго бюро ликвидируются опера-

ціи съ опредѣленными цѣнностями. (Какія именно цѣнности,—рѣшаетъ биржевая камера). Всѣ посѣтители биржи, заключающіе сдѣлки per Arrangement, обязаны пользоваться услугами бюро. Въ противномъ случаѣ имъ грозитъ штрафъ (до 200 кр.), а въ случаѣ повторенія—даже запрещеніе посѣщать биржу.

Ликвидаціонныя операціи обыкновенно происходятъ разъ въ недѣлю. Къ 5 часамъ онѣ заканчиваются; еще въ теченіи получаса ихъ можно заканчивать съ приплатой 10 кронъ. Позже лицо, не явившееся для ликвидаціи, несетъ отвѣтственность. Оно обязано явиться съ отчетомъ въ ликвидаціонное бюро и уплачиваетъ штрафъ въ 50 кронъ. Не для всякихъ цѣнностей ликвидація происходитъ еженедѣльно. Нѣкоторыя цѣнности ликвидируются постоянно „per medio“ или „per ultimo“. Для выигрышныхъ билетовъ время ликвидаціи устанавливается въ соотвѣтствіи съ моментомъ тиража.

Лица, участвующія въ ликвидаціи, должны сообщить бюро свѣдѣнія о всѣхъ заключенныхъ сдѣлкахъ, о курсѣ, на основаніи котораго онѣ заключены, и разницѣ, которую имъ приходится получить или уплатить (saldo). Листки съ этими свѣдѣніями они должны сдавать въ бюро даже въ томъ случаѣ, если saldo равняется нулю, т. е. данное лицо не должно ни получать, ни платить никакой суммы.

Расчеты происходятъ на основаніи ликвидаціоннаго курса. Этотъ курсъ публикуется биржевой камерой для бумагъ съ еженедѣльнымъ срокомъ ликвидаціи въ день ея, для ликвидаціи per ultimo за день до нея. Для бумагъ, ликвидаціонный курсъ которыхъ не установленъ, таковымъ считается средній курсъ.

Если одна изъ сторонъ не принимаетъ или не сдаетъ во время условленныхъ цѣнностей, пострадавшая сторона должна сообщить объ этомъ ликвидаціонному бюро въ тотъ же день, когда обязательство оказалось невыполненнымъ (не позже $12^1/_2$ часовъ). Послѣ этого общество, органомъ котораго является бюро, въ той или иной формѣ удовлетворяетъ заявившее лицо, сообшивъ о случившемся биржевой камерѣ.

Бюро инкассируетъ и выплачиваетъ разницу, которая приходится на долю отдѣльныхъ лицъ послѣ окончанія разсчетовъ. Лица, которымъ приходится платить, разсчитываются днемъ раньше, чѣмъ лица, которымъ приходится получать разность.

Въ виду того, что, въ случаѣ несостоятельности одного изъ участниковъ ликвидаціоннаго бюро, его контрагентъ получаетъ полное удовлетвореніе, бюро должно располагать доста-

точными средствами, для чего каждый участникъ бюро долженъ представить извѣстное обезпеченіе. Именно, при вступленіи въ бюро уплачивается залогъ въ 400 кр., помимо вступительныхъ денегъ (50 кр.), которыя не возвращаются обратно.

На вѣнской биржѣ приняты слѣдующія *минимальныя партіи* для цѣнныхъ бумагъ: 500 фун. стерл., 10.000 фр. или лиръ, 10.000 левъ, 10.000 мар., 5.000 голл. фл., 5.000 руб., 10.000 датскихъ кронъ, 2.000 долл. Векселя принимаются только акцептованные, причемъ векселедатель и акцептантъ должны проживать въ одномъ и томъ же государствѣ. Краткосрочными векселями считаются такіе, срокъ которыхъ не превышаетъ 14 дней, векселями „на болѣе продолжительный срокъ"—такіе, для которыхъ срокъ не превышаетъ 92 дней.

Минимальныя партіи съ валютой составляютъ: золотыя монеты 500 шт., германскія банкноты 5.000 мар., итальянскія банкноты 5.000 лиръ, бумажные рубли 2.500 руб. (купюрами не ниже 5 рублей).

Операціи съ векселями внутри страны распространяются только на акцептованные векселя, причемъ мѣстожительствомъ акцептанта должна быть Австро-Венгрія. Минимальная цѣна такого векселя 2.000 кронъ, максимальная 150.000 кронъ. Срокъ отъ 60 до 92 дней.

Дѣятельность вѣнской биржи стала пріобрѣтать крупное значеніе для страны лишь въ 60-хъ годахъ. Въ курсовыхъ бюллетеняхъ сороковыхъ годовъ мы находимъ меньше 50 бумагъ; изъ нихъ значительную часть составляютъ девизы. При этомъ въ таблицѣ вексельнаго курса фигурируютъ также австрійскіе рынки—Прага и Тріестъ. Въ столбцѣ акцій транспортныхъ предпріятій—только четыре желѣзнодорожныхъ линіи. Въ отдѣлѣ банковыхъ учрежденій—акціи единственнаго существовавшаго тогда „Національнаго банка"[1]). И въ пятидесятыхъ годахъ число бумагъ не достигаетъ еще сотни. Но въ это время возникаютъ крупныя банковыя учрежденія: въ 1853 г. „Нижне-австрійское кредитное общество", въ 1855 г. „Императорско-Королевскій Привилегированный австрійскій кредитный банкъ для торговли и промышленности" (съ капиталомъ въ сто милліоновъ гульденовъ). А въ 60-хъ годахъ возникаютъ главнѣйшія части желѣз-

[1]) Хотя въ то время существовало въ Австріи уже не мало промышленныхъ акціонерныхъ компаній, мы въ бюллетеняхъ вѣнской биржи сороковыхъ годовъ этихъ предпріятій не находимъ.

нодорожной сѣти Австро-Венгріи, и вѣнская биржа тѣсно связывается съ желѣзнодорожнымъ строительствомъ.

Съ семидесятыхъ годовъ на вѣнской биржѣ котируется уже болѣе 600 бумагъ, въ настоящее время даже больше.

Интересно отмѣтить, что количество лицъ, принимающихъ участіе въ биржевыхъ операціяхъ, не увеличивается съ развитіемъ биржевыхъ операцій, а даже уменьшается:

	1901	1905	1909
Число ежегодныхъ билетовъ	942	785	746
Отгороженныхъ мѣстъ	143	133	136
Ежемѣсячныхъ билетовъ	82	97	129
Еженедѣльныхъ „	77	130	66
Билетовъ для гостей	630	879	1.098
Столовъ	12	13	15

Разсматривая эти цифры, мы раньше всего констатируемъ увеличеніе числа участниковъ, связь которыхъ съ биржей носитъ прочнаго характера: число лицъ, пользующихся мѣсячными билетами съ 1901 г. по 1909 г., возросло въ полтора раза 82—124; число посѣтителей-гостей за то же время возросло болѣе, чѣмъ въ полтора раза: 630—1.098. Замѣтно также увеличеніе числа столовъ (Schreibtische), гдѣ сосредоточиваются крупные капиталы участниковъ биржевыхъ операцій—лицъ, особенно тѣсно связанныхъ съ биржей. Такимъ образомъ, мы можемъ наблюдать одновременное возрастаніе группъ, представляющихъ и самые мелкіе и самые крупные капиталы. Напротивъ, число лицъ, составляющихъ прочное зерно биржевой публики (лицъ, располагающихъ ежегодными билетами и отгороженными мѣстами), послѣдовательно убываетъ. Объ этомъ свидѣтельствуютъ и вышеприведенныя цифры; но еще болѣе интереса пріобрѣтаютъ онѣ, если ихъ сопоставить съ соотвѣтствующими цифрами за болѣе долгій періодъ. Въ 1855 г. число посѣтителей съ ежегодными билетами составляло 870, въ 1873 г. достигло максимума въ 2.941, затѣмъ въ 1882 г. опустилось до 2.309, въ 1872 г.—1.557. Отгороженныхъ мѣстъ въ 1855 г. было 94; въ 1895 — 201 (максимальное число); въ 1882—172; въ 1895—164; послѣ 1900 г. никогда не достигало полутораста. Это уменьшеніе числа постоянныхъ посѣтителей идетъ параллельно съ постояннымъ повышеніемъ платы за участіе въ биржевыхъ операціяхъ. Въ 1855 г. цѣна ежегоднаго билета составляла всего 20 гульденовъ, въ 1873 г.—60 гульд., 1895 г.—80 гульд., въ 1907 г.—100 кронъ (50 гульд.)[1]).

[1]) Такимъ образомъ, лишь за послѣднее время съ переходомъ на кроны вмѣсто гульденовъ, цѣна нѣсколько понизилась.

Еще больше возросла цѣна отгороженныхъ мѣстъ. Въ 1855 г. за мѣсто уплачивалось всего 50 гульденовъ; въ 1895 г.—240 гульд., въ 1907 г.—360 кронъ.

О томъ же уменьшеніи числа постоянныхъ участниковъ биржевыхъ операцій свидѣтельствуетъ и постепенное убываніе лицъ, пользующихся услугами ликвидаціоннаго бюро. Число ихъ составляло: въ 1895 г.—801, въ 1901 г.—459, въ 1905 г.—386, въ 1909 г.—384.

Литература: *Hilberg.* Das erste Jahrhundert der Wiener Börse. Wien 1871.—Jahresbericht der Wiener Börsenkammer за 1908 г. Wien 1908 (исторія вѣнской биржи съ 1848 г. по 1908 г.)—*B. Täuber.* Die Börsen der Welt. Berlin 1911.—*R. Sonndorfer.* Die Technik des Welthandels, 4 изд. Berlin 1911.

Фондовыя биржи въ Сѣверо-Американскихъ Соединенныхъ Штатахъ.

Статья **А. М. Смирнова.**

Происхожденіе и развитіе фондовыхъ биржъ въ Сѣверной Америкѣ. Фондовыя биржи Сѣверо-Американскихъ Соединенныхъ Штатовъ принадлежатъ къ тому же типу организацій, какъ и фондовыя биржи Великобританіи. Какъ и послѣднія, онѣ являются закрытыми частными союзами, свободными корпораціями, не подчиненными надзору правительственныхъ органовъ и вмѣшательству государства въ ихъ управленіе.

Первая фондовая биржа въ Америкѣ возникла въ началѣ XVIII вѣка въ Филадельфіи, въ видѣ организаціи группы фондовыхъ маклеровъ, установившихъ для своей торговли извѣстныя правила. Въ Нью-Іоркѣ торговля фондами начинается въ концѣ XVIII вѣка. Первая попытка организаціи этой торговли въ Нью-Іоркѣ относится къ 1792 г. Въ этомъ году занимавшіеся фондовой торговлей маклера заключили между собой договоръ не взымать комиссіоннаго вознагражденія ниже $^1/_4\%$ съ суммы сдѣлки. Потребность въ болѣе прочной организаціи торговли цѣнными бумагами усиливается съ появленіемъ на американскомъ рынкѣ бо́льшаго количества фондовъ, акцій и облигацій въ началѣ XIX вѣка. Въ 1817 г. собраніе фондовыхъ маклеровъ рѣшаетъ образовать биржевую корпорацію и съ этой цѣлью посылаетъ своихъ делегатовъ ознакомиться съ устройствомъ соперничавшей съ ними филадельфійской биржи. Результатомъ этого ознакомленія явилось рѣшеніе заимствовать организацію и правила филадельфійской биржи для вновь учреждаемой нью-іоркской биржи, получившей названіе New-York Stock and Exchange Board.

Въ 1820 г. подъ вліяніемъ вступленія въ ея составъ ряда новыхъ членовъ изъ среды видныхъ капиталистовъ Нью-Іорка,

первоначальныя биржевыя правила подвергаются значительнымъ измѣненіямъ. Во время гражданской междоусобной войны, когда фондовая спекуляція, благодаря росту государственнаго долга и постояннымъ колебаніямъ курса выпущенныхъ въ большомъ количествѣ бумажныхъ денегъ, приняла чрезвычайно крупные размѣры, въ Нью-Іоркѣ образовалось нѣсколько новыхъ, успѣшно конкуррировавшихъ со старой, фондовыхъ биржъ. Это было вызвано, главнымъ образомъ, нежеланіемъ членовъ старой биржи увеличивать свой составъ пріемомъ новыхъ лицъ. Особенно вредила интересамъ старой биржи конкурренція биржи, называвшейся The open board of brokers. Подъ вліяніемъ указанной причины члены старой биржи рѣшили принять въ свой составъ членовъ новой организаціи. Ихъ объединеніе въ одну биржу произошло въ 1869 г. Тогда же было кореннымъ образомъ измѣнено и самое устройство нью-іоркской фондовой биржи. Управленіе биржей и право издавать регулирующія биржевую торговлю правила были переданы особому выборному комитету. До того времени эти функціи исполнялись общимъ собраніемъ членовъ биржи. Съ 1869 г. и ведетъ свое начало современная организація нью-іоркской фондовой биржи. Въ своихъ основныхъ чертахъ она сохранилась до настоящаго времени. Измѣнились лишь второстепенныя постановленія устава, касавшіяся устройства и нормировки биржевой торговли. Нью-іоркская фондовая биржа занимаетъ теперь господствующее положеніе среди другихъ американскихъ биржъ. Благодаря своимъ крупнымъ оборотамъ и связанности съ европейскимъ фондовымъ рынкомъ, помѣстившимъ въ сѣверо-американскія бумаги громадные капиталы, нью-іоркская фондовая биржа стала однимъ изъ важнѣйшихъ центровъ міровой фондовой торговли. Вслѣдствіе этихъ обстоятельствъ, главное вниманіе въ настоящей статьѣ будетъ удѣлено организаціи преимущественно нью-іоркской фондовой биржи.

Организація нью-іоркской фондовой биржи. Общая ея характеристика. Нью-іоркская фондовая биржа съ 1863 г. носитъ названіе „The New-York Stock Exchange“. Она помѣщается въ настоящее время во вновь отстроенномъ изъ бѣлаго мрамора роскошномъ зданіи, расположенномъ на Wallstreet, въ финансовомъ центрѣ Нью-Іорка. Названіе этой улицы „Wallstreet“ стало въ печати и литературѣ синонимомъ нью-іоркской фондовой биржи, хотя главный входъ въ нее теперь съ Broadstreet. Нью-іоркская фондовая биржа является закрытымъ для постороннихъ лицъ частноправовымъ союзомъ маклеровъ, возникшимъ по ихъ иниціативѣ безъ

всякаго участія государства. Юридическая природа Нью-іоркской биржи имѣетъ чрезвычайно неопредѣленный характеръ. Американскіе судьи называютъ ее клубомъ, но правъ юридическаго лица она не имѣетъ [1]). Въ виду этого, право собственности на биржевое зданіе принадлежитъ спеціально образованной съ этой цѣлью, по законамъ штата Нью-Іоркъ, акціонерной компаніи. Акціи этой компаніи переданы въ руки биржевого комитета. Поэтому нѣтъ того дуализма въ управленіи биржей, какой наблюдается въ устройствѣ лондонской фондовой биржи.

Организація нью-іоркской фондовой биржи покоится на уставѣ, называемомъ конституціей, Constitution of the New-York Stock Exchange, установленной образовавшими биржевую корпорацію маклерами.

Органы управленія нью-іоркской фондовой биржей. Органомъ управленія нью-іоркской фондовой биржей является „правящій комитетъ“ (governing committee), состоящій изъ президента, казначея, секретаря и 40 членовъ. Этотъ комитетъ избирается ежегодно во второй понедѣльникъ мая мѣсяца общимъ собраніемъ всѣхъ членовъ биржи. Президентъ, казначей и секретарь выбираются на 1 годъ, члены комитета выбираются на 4 года, причемъ такимъ образомъ, что ежегодно происходятъ выборы поочередно лишь $^1/_4$ части комитета, т. е. 10 членовъ. Для того, чтобы быть избраннымъ въ должностныя лица нью-іоркской биржи, не требуется никакихъ особыхъ условій, кромѣ состоянія членомъ биржи. Комитетъ является высшимъ органомъ управленія нью-іоркской биржей. Ему принадлежитъ прежде всего право устанавливать новыя и измѣнять старыя правила, регулирующія биржевую торговлю и обязанности членовъ биржи, и издавать всякія другія постановленія, не затрагивающія только самой биржевой конституціи. Измѣненія послѣдней должны быть одобрены общимъ собраніемъ всѣхъ членовъ биржи. Комитетъ является затѣмъ высшимъ органомъ дисциплинарной власти надъ членами биржи, наблюдаетъ за поведеніемъ ихъ на биржевыхъ собраніяхъ и имѣетъ право налагать на нихъ взысканія. Онъ является также высшимъ биржевымъ судомъ по спорамъ, возникающимъ по заключеннымъ на биржѣ сдѣлкамъ. Ему принадлежитъ высшій надзоръ за хозяйственной частью биржи, за должностными лицами и биржевыми служащими, право устанавливать размѣръ

[1]) См. *John R. Dos Passos.* A Treatise on the law of stock brokers and stock exchanges. New-York 1905, стр. 20.

ихъ жалованія, опредѣлять величину членскихъ взносовъ. Наконецъ, правящему комитету предоставлено право устанавливать новые и упразднять старые подчиненные ему, т. наз. постоянные комитеты и назначать въ нихъ изъ своей среды отдѣльныхъ членовъ. Въ дѣйствительности, вся тяжесть работы по управленію отдѣльными частями и дѣлами фондовой биржи сосредоточена, главнымъ образомъ, въ этихъ постоянныхъ комитетахъ (standing committees), которыхъ въ настоящее время—11. Правящій же комитетъ является на практикѣ лишь высшей апелляціонной инстанціей по жалобамъ на рѣшенія постоянныхъ комитетовъ и органомъ надзора за ихъ дѣятельностью. Важнѣйшіе постоянные комитеты: 1) committee on admission, комитетъ по принятію новыхъ членовъ, состоящій изъ 15 лицъ; 2) arbitration committee, биржевой судъ, состоящій изъ 9 членовъ и разсматривающій всѣ споры между членами биржи по заключеннымъ на биржѣ сдѣлкамъ, а также при согласіи подчиниться рѣшенію и такіе, въ которыхъ одна изъ спорящихъ сторонъ не является членомъ биржи; 3) committee on the stock list, комитетъ фондоваго бюллетеня, состоящій изъ 5 членовъ, разсматривающій ходатайства о допущеніи новыхъ бумагъ къ оффиціальной котировкѣ и контролирующій составленіе и изданіе курсового бюллетеня. Всѣ почти рѣшенія постоянныхъ комитетовъ могутъ быть обжалованы заинтересованными членами биржи, равно какъ несогласными членами самихъ комитетовъ, правящему комитету. Исключеніе представляютъ постановленія комитета по принятію новыхъ членовъ (committee on admission) и комитета биржевого суда (committee on arbitration). Рѣшенія послѣдняго могутъ быть обжалованы лишь въ тѣхъ случаяхъ, когда сумма спора составляетъ болѣе 2500 долл. Что касается комитета по принятію, то допускается лишь обжалованіе отказа въ принятіи обратно на биржу временно удаленнаго съ нея несостоятельнаго должника, и то лишь послѣ 6-тикратнаго отклоненія его ходатайства. Рѣшенія правящаго комитета считаются окончательными.

Во главѣ правящаго комитета находится президентъ биржи. Онъ является главнымъ исполнительнымъ органомъ биржевой корпораціи. Ему принадлежитъ право созывать спеціальныя засѣданія, какъ правящаго комитета, такъ и общаго биржевого собранія, перваго—по письменному требованію 10 членовъ комитета, второго—по требованію 100 членовъ биржи. Замѣстителемъ его является избираемый правящимъ комитетомъ изъ своей среды вице-президентъ. Наиболѣе важными должностными ли-

цами биржи, кромѣ указанныхъ, являются казначей, секретарь и предсѣдатель биржи (chairman) и его замѣститель (assistant chairman). Казначей вѣдаетъ финансовое хозяйство биржевой корпораціи и состоитъ по своей должности членомъ финансоваго комитета (finance committee), органа контроля за этимъ хозяйствомъ. Секретарь ведетъ все дѣлопроизводство биржи, завѣдуетъ ея канцеляріей и состоитъ дѣлопроизводителемъ правящаго комитета и всѣхъ постоянныхъ комитетовъ. Chairman—предсѣдатель на биржевыхъ собраніяхъ, въ отличіе отъ указанныхъ должностныхъ лицъ, назначается правящимъ комитетомъ не изъ своей среды, а изъ прочихъ членовъ биржи. Онъ является высшимъ органомъ биржевой полиціи. Его обязанность предсѣдательствовать на биржѣ, открывать и закрывать биржевое собраніе, слѣдить за внѣшнимъ порядкомъ и за исполненіемъ членами биржевыхъ правилъ. Ему предоставлено право налагать на виновныхъ въ нарушеніи порядка и правилъ взысканія до 20 долл., а при повтореніи—удалять съ биржи на срокъ до 10 дней. Chairman не имѣетъ права лично заключать биржевыя сдѣлки, когда онъ предсѣдательствуетъ на биржѣ. Сверхъ того, на биржѣ существуетъ много другихъ служащихъ, нанимаемыхъ комитетомъ изъ постороннихъ лицъ.

Условія принятія въ члены нью-іоркской фондовой биржи. Нью-іоркская фондовая биржа отличается еще болѣе рѣзко выраженнымъ замкнутымъ характеромъ, чѣмъ лондонская фондовая биржа. Право посѣщать помѣщенія, въ которыхъ производится биржевая торговля, принадлежитъ только членамъ биржевой корпораціи и служащему персоналу биржи, одѣтому въ особую форменную одежду. Постороннія лица могутъ наблюдать внѣшнюю картину биржевой торговли съ устроенной въ залѣ галлереи, доступъ на которую разрѣшается лишь по рекомендаціи членовъ биржи. Это ограниченіе вызвано было тѣмъ, что нью-іоркская биржа сдѣлалась одно время любимымъ зрѣлищемъ туристовъ, заполнявшихъ всю галлерею и мѣшавшихъ биржевой торговлѣ производимымъ шумомъ. Характерной особенностью нью-іоркской, какъ и всѣхъ другихъ сѣверо-американскихъ биржъ, является ограниченіе количества членовъ биржи опредѣленнымъ числомъ и недопущеніе увеличенія послѣдняго. Въ настоящее время норма членовъ нью-іоркской фондовой биржи составляетъ еще съ 1879 года 1100 человѣкъ. Эта норма не можетъ быть увеличена постановленіемъ одного правящаго комитета, какъ гласитъ одинъ изъ основныхъ законовъ биржевой кон-

ституціи. Поэтому для увеличенія числа членовъ свыше 1100 требуется, кромѣ принятія соотвѣтствующаго предложенія большинствомъ $^2/_3$ голосовъ правящаго комитета, еще одобреніе этого рѣшенія большинствомъ общаго собранія всѣхъ членовъ биржи. Такъ какъ увеличеніе указанной нормы не въ интересахъ настоящихъ членовъ биржи, пользующихся благодаря ей монопольнымъ положеніемъ, то можно думать, что теперешнее число членовъ сохранится и въ будущемъ.

Чтобы сдѣлаться членомъ нью-іоркской фондовой биржи, необходимо пріобрѣсти членское мѣсто (seat), быть сѣвероамериканскимъ гражданиномъ, совершеннолѣтнимъ и быть принятымъ комитетомъ по принятію (committee on admission) большинствомъ $^2/_3$ голосовъ. Пріобрѣсти членское мѣсто можно лишь въ случаѣ открытія вакансіи члена, т. е. оставленія биржи кѣмъ-либо изъ наличныхъ членовъ, смерти или исключенія члена. Въ первомъ случаѣ мѣсто покупается у покидающаго биржу члена, во второмъ и третьемъ оно продается правящимъ комитетомъ. Изъ вырученной отъ продажи мѣста умершаго или исключеннаго члена суммы погашаются всѣ обязательства его по отношенію къ биржевой корпораціи, затѣмъ удовлетворяются всѣ его кредиторы по заключеннымъ на биржѣ сдѣлкамъ, а также посторонніе кредиторы, причемъ преимущество оказывается первымъ. Если получится остатокъ, то онъ передается наслѣдникамъ умершаго члена или исключенному члену. Стоимость членскаго мѣста за послѣднія десятилѣтія сильно возросла, вслѣдствіе чрезвычайной прибыльности профессіи члена биржи при увеличивающихся размѣрахъ биржевого оборота. Въ колебаніяхъ этой цѣны отражается различная степень оживленія фондовой спекуляціи въ разное время. Цѣна членскаго мѣста составляла въ 1827 г.—100 долл., въ 1833 г.—150 долл., въ 1843 г.—350 долл., въ 1862 г.—3000 долл., въ 1871 г.—2750 долл., въ 1882—32.500 долл., въ 1893 г.—15.250 долл., въ 1901 г.—80.000 долл., въ 1906 г.—95.000 долл., въ 1907 г.—51.500 долл., въ 1910 г.—78.000 долл. [1]). Членское мѣсто, въ отличіе отъ акцій лондонской фондовой биржи, приносящихъ высокій дивидендъ, не даетъ права на участіе въ прибыляхъ биржи. Оно предоставляетъ только чисто личное и неотчуждаемое безъ разрѣшенія комитета право заключать на биржѣ сдѣлки и пользоваться биржевыми учрежденіями. Но одно пріобрѣтеніе членскаго мѣста недоста-

[1]) См. *Reibnitz.* Die New-Jorker Fondbörse. Jena 1912, стр. 86.

точно для вступленія въ члены: для этого необходимо принятіе committee on admission, который обращаетъ вниманіе и на нравственныя качества и порядочность кандидата. Принятый въ члены обязанъ тотчасъ же внести вступительный взносъ въ 2000 долл. и подписать обязательство въ подчиненіи биржевой конституціи и правиламъ. Ежегодный членскій взносъ составляетъ 100 долл. Кромѣ того, всякій членъ обязанъ при вступленіи внести 10 долл. въ фондъ вспомоществованія (The Gratuity Fund). Изъ этого фонда выдаются пособія семьямъ и наслѣдникамъ умершихъ членовъ биржи въ размѣрѣ 10.000 долл., собираемыхъ путемъ раскладки между остальными членами. Необходимость обладанія довольно большимъ капиталомъ, чтобы пріобрѣсти членское мѣсто, придаетъ нью-іоркской фондовой биржѣ въ значительной степени плутократическій характеръ. Для малосостоятельныхъ лицъ доступъ на нее совершенно закрытъ. Съ другой стороны, высокая стоимость членскаго мѣста служитъ своего рода обезпеченіемъ на случай неисполненія членами биржи своихъ обязательствъ. Какъ мы видѣли, въ случаѣ прекращенія членомъ биржи своихъ платежей, изъ выручаемой комитетомъ отъ продажи его мѣста суммы удовлетворяются его кредиторы. Въ этомъ отношеніи требованіе пріобрѣтенія членскаго мѣста отъ принимаемыхъ въ члены нью-іоркской биржи замѣняетъ другой видъ обезпеченія, существующій на лондонской фондовой биржѣ въ видѣ института поручительства.

Уставъ нью-іоркской фондовой биржи заключаетъ въ себѣ цѣлый рядъ правилъ, преслѣдующихъ цѣль поддерживать высокій уровень нравственной и дѣловой порядочности членовъ биржи при заключеніи ими сдѣлокъ и исполненіи вытекающихъ изъ нихъ обязательствъ. За исполненіемъ всѣхъ этихъ правилъ и за дѣятельностью членовъ биржи наблюдаетъ правящій комитетъ, облеченный широкими полномочіями дисциплинарной власти, начиная отъ права налагать на виновныхъ штрафы, до права временно удалять ихъ или совершенно исключать изъ биржевой корпораціи. Постановленія о временномъ удаленіи принимаются простымъ большинствомъ голосовъ комитета, постановленія объ исключеніи изъ числа членовъ биржи—большинствомъ $^2/_3$ голосовъ. Лица, не имѣющія возможности исполнить своихъ обязательствъ, немедленно удаляются съ биржи. Они должны представить секретарю биржи подробный докладъ о положеніи своихъ дѣлъ, послѣ чего имъ назначается извѣстный срокъ, но не болѣе 2 лѣтъ, въ теченіе котораго они

должны удовлетворить всѣхъ своихъ кредиторовъ. Принимаются они обратно на биржу комитетомъ по принятію (committee on admission) лишь послѣ представленія послѣднему доказательствъ, что они исполнили всѣ свои обязательства и удовлетворили всѣхъ своихъ кредиторовъ. Если послѣ истеченія указаннаго срока временно удаленному члену биржи не удастся уплатить сполна по всѣмъ своимъ обязательствамъ, онъ исключается съ биржи, его членское мѣсто продается комитетомъ и изъ вырученной суммы погашаются его долги. Если прекращеніе платежей и несостоятельность явились результатомъ легкомыслія и недѣлового образа дѣйствій, что констатируется комитетомъ по принятію, то правящій комитетъ большинствомъ $^2/_3$ голосовъ можетъ совершенно исключить такого рода несостоятельнаго. Простымъ большинствомъ голосовъ исключаются члены биржи, виновные въ обманномъ образѣ дѣйствій или мошенничествѣ при заключеніи биржевыхъ сдѣлокъ, а также представившіе комитету по принятію невѣрныя свѣдѣнія при принятіи или обратномъ вступленіи въ члены биржи послѣ временнаго удаленія. Рядъ другихъ постановленій устава имѣетъ въ виду оградить интересы нью-іоркской фондовой биржи и содѣйствовать солидности биржевого оборота. Такъ, запрещается членамъ биржи, подъ страхомъ временнаго удаленія или исключенія, принадлежать къ какой-либо другой организаціи фондовой торговли въ Нью-Іоркѣ, заключать на биржѣ сдѣлки съ нечленами, нарушать издаваемыя комитетомъ правила и постановленія, поступать недобросовѣстно въ дѣловомъ оборотѣ, заключать сдѣлки со служащими предпріятій безъ разрѣшенія ихъ хозяевъ, состоять въ товариществѣ съ лицомъ, объявленнымъ несостоятельнымъ должникомъ.

Составъ членовъ нью-іоркской фондовой биржи[1]). Нью-іоркская фондовая биржа является союзомъ маклеровъ. Дѣленія членовъ на спекулянтовъ и маклеровъ и строгаго разграниченія ихъ функцій, какъ на лондонской фондовой биржѣ, на ней не существуетъ. Изъ 1100 членовъ биржи регулярными посѣтителями биржевыхъ собраній являются лишь человѣкъ 500—600. Остальные не заключаютъ сами сдѣлокъ на биржѣ, а пользуются услугами посѣщающихъ биржу маклеровъ. Это, главнымъ образомъ, крупные банки и банкирскіе дома, крупные капиталисты и видные финансовые дѣльцы, охотно уплачивающіе высокую цѣну за членское мѣсто, что-

[1]) См. *Pratt.* The work of the Wallstreet, New-Iork 1910, гл. VIII.

бы въ качествѣ членовъ пользоваться по своимъ биржевымъ операціямъ правомъ на пониженную маклерскую провизію. Что касается регулярно посѣщающихъ биржу членовъ, то они представляютъ въ дѣйствительности не одинъ чистый типъ маклеровъ, а являются довольно пестрой массой биржевыхъ дѣятелей. Одна часть ихъ является такъ называемыми „two dollar brokers", т. е. маклерами, исполняющими порученія другихъ, не посѣщающихъ биржу членовъ. Послѣдніе уплачиваютъ маклерскую провизію въ меньшемъ размѣрѣ—въ 2 долл. со 100 акцій, тогда какъ посторонняя публика должна платить 2,50 долл. со 100 акцій. Другая категорія маклеровъ занимается исполненіемъ комиссіонныхъ порученій широкой публики. Большинство банковыхъ учрежденій, сдѣлавшихъ своей спеціальностью комиссіонную операцію по покупкѣ и продажѣ цѣнныхъ бумагъ, пріобрѣтаютъ обыкновенно съ этой цѣлью членское мѣсто на биржѣ для одного изъ своихъ директоровъ или компаньоновъ. Среди этой группы встрѣчается много маклеровъ чистаго типа, не спекулирующихъ совершенно за свой счетъ. Особую группу членовъ биржи представляютъ т., наз. „room traders",—торговцы биржевого зала. Это профессіональные спекулянты, не занимающіеся вовсе комиссіонными порученіями. Они заключаютъ на биржѣ сдѣлки только за свой счетъ и стремятся при этомъ использовать въ своихъ интересахъ колебанія курсовъ, происходящія въ теченіе одного и того же биржевого дня. Наконецъ, особая категорія членовъ нью-іоркской биржи это—„спеціалисты", спекулянты, избравшіе своей спеціальностью операціи съ одной, двумя, самое большее тремя бумагами, рынокъ которыхъ изученъ ими въ совершенствѣ. Члены биржи, являющіеся по преимуществу маклерами, составляютъ въ общемъ немного менѣе половины всѣхъ членовъ.

Что касается маклерской провизіи, то минимальный размѣръ ея установленъ биржевой конституціей и представляетъ одно изъ важнѣйшихъ ея постановленій. Маклерская провизія по сдѣлкамъ не-членовъ биржи не должна быть ниже $^1/_8$ % съ суммы сдѣлки, по сдѣлкамъ между членами биржи, когда маклеръ не называетъ своему контрагенту имени довѣрителя, $^1/_8$ %, а если онъ указываетъ его,—$^1/_4$ %. Если курсъ бумаги спускается ниже 10%, то провизія можетъ быть понижена на половину. Маклерская провизія по сдѣлкамъ съ государственными и муниципальными фондами можетъ устанавливаться по свободному соглашенію. Членъ биржи, нарушившій указанныя правила о провизіи, наказывается удаленіемъ съ биржи на срокъ отъ 1 до

5 лѣтъ, по постановленію правящаго комитета, а при повторномъ нарушеніи совершенно исключается изъ биржевой корпораціи.

Отвѣтственными по всѣмъ заключеннымъ на биржѣ сдѣлкамъ биржевыя правила, какъ и въ Лондонѣ, считаютъ самихъ членовъ биржи, а не ихъ довѣрителей, кліентовъ. Послѣдніе имѣютъ право требовать отъ своего маклера названія контрагента, съ которымъ онъ заключаетъ сдѣлку. Биржевые маклера имѣютъ обыкновенно свои конторы, гдѣ принимаютъ отъ публики комиссіонныя порученія. Многія такія конторы представляютъ предпріятія съ громаднымъ штатомъ служащихъ.

Правила биржевой торговли, виды сдѣлокъ и ликвидація. Нью-іоркская фондовая биржа открывается ежедневно въ $9^1/_2$ ч. утра, но сдѣлки можно совершать лишь съ 10 ч. утра, когда chairman (предсѣдатель биржевого собранія) объявляетъ биржу открытой. Имъ же закрывается биржевое собраніе въ 3 ч. дня, а въ субботу и въ полупраздники (half-holidays)—въ 12 ч. дня. Биржевого собранія не происходитъ по воскреснымъ днямъ и въ сравнительно немногіе дни большихъ праздниковъ. Заключеніе сдѣлокъ до открытія и по закрытіи биржи, равно какъ и публичная торговля внѣ биржи, запрещаются. Всѣ сдѣлки, заключенныя на биржѣ между ея членами, подлежатъ юрисдикціи биржевого суда и должны совершаться по правиламъ биржи. По биржевымъ правиламъ, всякое произнесенное громко предложеніе купить или продать связываетъ сдѣлавшаго его. Если количество предлагаемой бумаги не указывается, то считаются обязывающими сдѣлки съ 100 акцій или съ 10.000 долл. облигацій.

Разрѣшаются на нью-іоркской фондовой биржѣ лишь слѣдующіе виды сдѣлокъ: 1. „Cash“, чистыя кассовыя сдѣлки, когда бумаги должны быть поставлены и цѣна за нихъ уплачена въ тотъ же день не позднѣе $2^1/_4$ ч. дня; 2. „Regular way“ — сдѣлки, при которыхъ исполненіе должно послѣдовать не позднѣе $2^1/_4$ ч. слѣдующаго дня; 3. „At three days“—сдѣлки на срокъ трехъ дней, которыя должны быть исполнены на третій день по заключеніи сдѣлки; 4. „Buyer's or seller's option“—сдѣлки, при которыхъ покупатель и продавецъ имѣютъ право требовать поставки бумагъ не ранѣе 4-го дня и не позднѣе 60-го дня по заключеніи сдѣлки.

Если при предложеніи заключить сдѣлку не указывается ея видъ, то, по биржевымъ правиламъ, предполагается сдѣлка „Regular way“. Въ настоящее время преобладающимъ на нью-іоркской биржѣ видомъ сдѣлокъ являются кассовыя, именно,

сдѣлки съ исполненіемъ на слѣдующій день — „Regular way“. Онѣ составляютъ приблизительно около 99% всѣхъ заключаемыхъ сдѣлокъ. Развитіе кассовыхъ сдѣлокъ началось послѣ кризиса 1857 г., когда въ Нью-Іоркѣ обанкротилось много видныхъ членовъ биржи, и подъ вліяніемъ этого распространилось сильное недовѣріе къ срочной торговлѣ. До 1857 г. около $^2/_3$ всѣхъ фондовыхъ операцій были срочными сдѣлками на 10-90 дней[1]). Современный порядокъ биржевой торговли считается въ Америкѣ весьма удобнымъ и совершеннымъ[2]). Особое преимущество практики кассовыхъ сдѣлокъ усматривается въ томъ, что, благодаря ежедневной ликвидаціи въ концѣ каждаго биржевого дня, извѣстны немедленно всѣ случаи несостоятельности, вызванные невозможностью исполнить заключенныя наканунѣ обязательства. Существующій же на европейскихъ биржахъ порядокъ одного или двухъ ликвидаціонныхъ сроковъ даетъ возможность спекулянтамъ нагромождать свои обязательства одно на другое, причемъ общее положеніе ихъ обязательствъ до момента ликвидаціи неизвѣстно. Но, несмотря на отсутствіе срочныхъ сдѣлокъ въ европейскомъ смыслѣ, бланковыя сдѣлки и превращеніе кассовыхъ съ формальной стороны сдѣлокъ въ срочныя по существу весьма широко распространено на нью-іоркской биржѣ, благодаря чрезвычайному развитію практики одалживанія бумагъ. Занимаются ссудой фондовъ или капиталисты, помѣстившіе въ соотвѣтствующія бумаги свои капиталы, или спекулянты, не желающіе платить стоимости купленныхъ ими бумагъ и получающіе нужныя для уплаты деньги путемъ ихъ одалживанія. Одалживающему соотвѣтствующія бумаги передаются для поставки на слѣдующій день. Отдающій акціи въ ссуду получаетъ наличными деньгами ихъ стоимость, устанавливаемую по заключительному курсу дня, такъ какъ на нью-іоркской биржѣ не существуетъ единаго курса. Въ случаѣ измѣненія курса въ теченіе срока ссуды, дѣлаются добавочные взносы той или другой стороной, смотря по тому, повышается ли или понижается курсъ бумаги. Указанныя операціи имѣютъ много общаго съ продолженіемъ сдѣлокъ путемъ репорта на европейскихъ биржахъ. Существенное отличіе ихъ отъ послѣднихъ въ томъ, что онѣ представляютъ ссуды до востребованія, которыя могутъ быть ежедневно ликвидированы. Сдѣлки съ премій запрещаются на нью-іоркской

[1]) *Stedman and Easton.* History of the New-York Stock Exchange, New-York 1905, стр. 446.

[2]) *Pratt*, op. cit., стр. 114—115.

биржѣ, равно какъ и, такъ наз., чистыя сдѣлки на разницу, къ которымъ онѣ приравниваются. Биржевыя правила заключаютъ въ себѣ это запрещеніе, такъ какъ такія сдѣлки считаются ничтожными по законамъ штата Нью-Іорка и большинства другихъ штатовъ, какъ договоры игры или пари. Точно также не допускаются подъ угрозой удаленія съ биржи на срокъ до 1 года фиктивныя сдѣлки, такъ наз., „wash sales“. Зато комитету не удается прекратить, кромѣ случаевъ обмана, другой биржевой маневръ, такъ наз., „matched orders“, предпринимаемый для оживленія рынка какой-либо бумаги, и заключающійся въ одновременныхъ дѣйствительныхъ продажахъ и покупкахъ разными маклерами принадлежащихъ одному и тому же лицу фондовъ.

Послѣ закрытія биржи для фондовой торговли, т. е. въ обыкновенные дни послѣ 3 ч. дня, происходитъ на ней ежедневно собраніе маклеровъ и представителей банковъ для заключенія сдѣлокъ по ссудамъ денегъ до востребованія (call money) подъ залогъ бумагъ и по одалживанію бумагъ подъ обезпеченіе равной ихъ курсовой стоимости суммы денегъ. Что касается торговли девизами, т. е. иностранными векселями, то въ Нью-Іоркѣ, какъ и въ Лондонѣ, она не производится на фондовой биржѣ. Сдѣлки съ девизами совершаются въ конторахъ банковъ и банкирскихъ домовъ или непосредственно, или при участіи посвящающихъ себя этой операціи маклеровъ. Банки и банкирскіе дома, занимающіеся девизной торговлей, выпускаютъ обыкновенно свои собственные курсовые бюллетени.

Что касается порядка заключенія сдѣлокъ, то стороны записываютъ каждую сдѣлку для памяти на особыхъ листкахъ. Листки эти должны быть затѣмъ свѣрены въ конторахъ обоихъ контрагентовъ не позднѣе 1 часа по ихъ заключеніи. Въ видахъ удобства совершенія операцій, биржевыя правила предписываютъ своимъ членамъ имѣть свои конторы вблизи биржевого зданія. Лишь сдѣлки съ исполненіемъ позднѣе 3 дней совершаются, по правиламъ, путемъ обмѣна письменныхъ документовъ. Ликвидація большинства сдѣлокъ производится теперь при посредствѣ биржевой разсчетной палаты (clearing house), учрежденной въ 1892 г. Устройство ея сходно въ значительной степени съ организаціей разсчетной палаты берлинской и франкфуртской биржи, откуда и было заимствовано. При ликвидаціи, въ виду отсутствія на нью-іоркской биржѣ единаго курса бумагъ, принимается заключительный курсъ ихъ. Черезъ разсчетную палату проходитъ около 85% биржевого оборота, хотя въ ней участвуетъ лишь незначи-

тельная часть котирующихся на нью-іоркской биржѣ бумагъ. Бумаги, не допущенныя къ ликвидаціи черезъ посредство разсчетной палаты, должны быть поставлены непосредственно. На нью-іоркской фондовой биржѣ, какъ и на лондонской, существуетъ своеобразный порядокъ ликвидаціи биржевой властью сдѣлокъ членовъ биржи, не исполнившихъ въ установленный срокъ своихъ обязательствъ. Такая ликвидація называется „under the rule“ и состоитъ въ томъ, что chairman (предсѣдатель) биржи публично продаетъ или покупаетъ соотвѣтствующія бумаги, по самой лучшей цѣнѣ, которую удастся получить. Проистекающіе отъ такой ликвидаціи убытки потерпѣвшая сторона имѣетъ право требовать отъ лица, вызвавшаго эту ликвидацію.

Допущеніе бумагъ къ оффиціальной котировкѣ и курсовой бюллетень. До 1910 года на нью-іоркской фондовой биржѣ совершались сдѣлки, какъ съ бумагами, допущенными къ оффиціальной торговлѣ и отмѣчаемыми въ курсовомъ бюллетенѣ, такъ и съ бумагами, торговля съ которыми разрѣшалась на биржѣ, но курсъ которыхъ не указывался въ курсовомъ бюллетенѣ. Условія допущенія на биржу послѣдней категоріи бумагъ были облегченныя. Съ 21 апрѣля 1910 г. разрѣшаются лишь сдѣлки съ допущенными къ оффиціальной торговлѣ и отмѣчаемыми въ бюллетенѣ бумагами. Допущеніемъ бумагъ къ оффиціальной котировкѣ вѣдаетъ подъ общимъ руководствомъ правящаго комитета постоянный комитетъ фондоваго листа (committee on the stock list). Условія допущенія на нью-іоркской биржѣ менѣе строгія, чѣмъ на берлинской и даже на лондонской. Требуется лишь представить точныя свѣдѣнія о финансовомъ положеніи, и характерѣ дѣятельности предпріятія, выпустившаго бумаги, и приложить его уставъ. Допускаются къ биржевой торговлѣ лишь бумаги, выпущенныя въ достаточно крупныхъ размѣрахъ, но точной нормы не указано. Правящій комитетъ имѣетъ также право вычеркнуть изъ листа котирующихся бумагъ любую бумагу, какъ только онъ замѣтитъ, что обращающееся на биржѣ количество ея является недостаточно значительнымъ.

Курсовой бюллетень на нью-іоркской фондовой биржѣ оффиціально не издается. Изданіемъ его занимается получившая на это привилегію Quotations Company, но въ составленіи бюллетеня принимаетъ участіе и окончательно его провѣряетъ комитетъ фондоваго листа (committee on the stock list).

Порядокъ составленія бюллетеня слѣдующій. О всякой заключенной сдѣлкѣ маклеръ сообщаетъ комитету фондоваго листа, кото-

рый записываетъ каждую сдѣлку въ порядкѣ времени ея заключенія и затѣмъ передаетъ упомянутой компаніи. Эта компанія о всякой заключаемой сдѣлкѣ немедленно сообщаетъ по телеграфу въ конторы маклеровъ, банковъ и биржевыхъ спекулянтовъ, которые почти всѣ являются абонентами Ticker-аррагат-овъ [1]). На основаніи свѣдѣній о заключенныхъ сдѣлкахъ составляется и печатный бюллетень, провѣряемый комитетомъ. Курсовой бюллетень нью-іоркской фондовой биржи характеренъ въ томъ отношеніи, что въ немъ, кромѣ цѣны покупки и продажи, указывается и сумма оборота каждой бумаги.

Внѣ-биржевые маклеры, bucket shops. Кромѣ маклеровъ, состоящихъ членами биржи, въ Нью-Іоркѣ существуетъ большое количество внѣбиржевыхъ маклерскихъ предпріятій, занимающихся посредничествомъ въ фондовой спекуляціи широкихъ круговъ спекулирующей публики. Среди нихъ попадаются иногда вполнѣ солидныя предпріятія, но большинство ихъ представляютъ такъ наз. bucket shops. Эти учрежденія имѣютъ такой же характеръ, какъ и въ Англіи [2]). Они часто называютъ себя банкирскими конторами или банками, но въ дѣйствительности являются мошенническими предпріятіями, занимающимися обирательствомъ спекулирующихъ при ихъ посредствѣ неопытныхъ любителей биржевой игры. Они на самомъ дѣлѣ не исполняютъ въ большинствѣ случаевъ кліентскихъ порученій, а держатъ противъ своихъ кліентовъ пари на повышеніе или пониженіе курса. Ихъ цѣль при первой же возможности завладѣть внесеннымъ кліентами обезпеченіемъ. Въ эпохи спекулятивнаго подъема число bucket shops чрезвычайно увеличивается, но также быстро потомъ исчезаетъ. Членамъ нью-іоркской биржи запрещается вступать въ какія бы то ни было сношенія съ bucket shops.

Консолидированная фондовая биржа—New-York Consolidated Stock Exchange [3]). New-York Consolidated Stock Exchange представляетъ фондовую биржу, конкуррирующую съ нью-іоркской фондовой биржей. Она образовалась изъ соединенія Mining Exchange и Oil Exchange, отсюда ея названіе: консолидированная. Происхожденіе ея относится къ 60-мъ годамъ. Въ 70-ыхъ и 80-ыхъ годахъ на ней происходила оживленнѣйшая спекуляція съ горными и нефтяными цѣнностями. Но, когда эта спекуляція при-

[1]) См. статью объ англійскихъ биржахъ, стр. 95.

[2]) Ibid. стр. 96—97.

[3]) См. *Nelson.* The ABC of the stock speculation. New-York 1902, стр. 129—139.

шла въ упадокъ, члены биржи стали заниматься торговлей всевозможными фондами, обращающимися на нью-іоркской фондовой биржѣ. Въ настоящее время на ней обращаются главнымъ образомъ тѣ же бумаги, которыя допущены къ оффиціальной торговлѣ и на основной нью-іоркской биржѣ. Организація консолидированной фондовой биржи почти во всѣхъ отношеніяхъ тождественна съ организаціей Stock Exchange. Главное различіе—въ менѣе строгихъ условіяхъ принятія въ ея члены. Число членовъ ограничено на ней 2400 человѣкъ, и членское мѣсто стоитъ сейчасъ всего около 1000 долл. Возможность ея существованія, наряду съ такой могущественной и вліятельной организаціей, какъ основная нью-іоркская биржа съ ея крупнѣйшими оборотами, объясняется преимущественно облегченіемъ доступа въ ея члены менѣе состоятельнымъ маклерамъ и мелкимъ спекулянтамъ. Извѣстную роль играетъ и то обстоятельство, что на ней допускаются сдѣлки съ меньшимъ минимальнымъ количествомъ акцій, именно 10 штукъ, чѣмъ принято обычаемъ на главной биржѣ (100 штукъ). Сдѣлки съ числомъ акцій менѣе 100 штукъ и являются на консолидированной биржѣ преобладающими. Въ общемъ, это нью-іоркская фондовая биржа въ миніатюрѣ. Обороты ея по сравненію съ крупными оборотами главной биржи незначительны. Работающіе на ней спекулянты самостоятельнаго биржевого мнѣнія не создаютъ, а подчиняются настроенію главной биржи. Ихъ задача использовать колебанія курсовъ на послѣдней, которыя сообщаются на консолидированную биржу по телеграфу. Комитетъ нью-іоркской биржи относится къ ея существованію весьма неодобрительно. Имъ принимались мѣры къ прекращенію телеграфнаго сообщенія на нее курсовъ, но пока онѣ не привели къ желательнымъ результатамъ. Членами консолидированной биржи являются иногда нѣкоторые bucket-shops, считающіе членство выгодной рекламой и проводящіе порученія своихъ кліентовъ на биржѣ путемъ matched orders (см. выше). Нѣкоторыя маклерскія фирмы консолидированной биржи занимаются арбитражными операціями между Нью-Іоркомъ, Филадельфіей и Бостономъ, которыя на Stock Exchange запрещены.

Curb Market. Кромѣ этихъ двухъ биржъ, въ Нью-Іоркѣ существуетъ еще весьма оживленный неорганизованный фондовый рынокъ на прилегающей къ биржѣ улицѣ Broadstreet, называемый Curb Market. Эта неоффиціальная фондовая биржа совершенно независима отъ нью-іоркской главной фондовой биржи. Производятся на этомъ уличномъ рынкѣ операціи со все-

возможными бумагами разнообразнаго качества. Тутъ обращаются и всѣ тѣ бумаги, которыя не допущены къ оффиціальной биржевой торговлѣ. На Curb Market совершаются и запрещаемыя на оффиціальной биржѣ сдѣлки съ преміями, хотя и въ незначительномъ количествѣ. Зато весьма развита торговля не выпущенными еще бумагами (when issued), а также и послѣ выпуска, пока онѣ не котируются еще на оффиціальной биржѣ. Въ нѣкоторые годы, какъ напр., въ 1890 г., обороты Curb Market вредили интересамъ торговли на главной нью-іоркской биржѣ. Порядокъ заключенія сдѣлокъ, принятый на Curb Market, а также маклерская провизія одинаковы съ оффиціальной биржей.

Другія фондовыя биржи Соединенныхъ Штатовъ. Фондовыя биржи существуютъ во всѣхъ почти крупныхъ городахъ отдѣльныхъ штатовъ. Важнѣйшія изъ нихъ находятся въ Филадельфіи, Санъ-Луи, Бостонѣ, Новомъ Орлеанѣ, Чикаго, Балтиморѣ и Питсбургѣ. Организація ихъ сходна съ нью-іоркской биржей, у которой она заимствована почти всѣми. Всѣ онѣ представляютъ закрытыя корпораціи; во всѣхъ для того, чтобы сдѣлаться членомъ, требуется купить членское мѣсто. Стоимость членскаго мѣста этихъ биржъ ниже, чѣмъ въ Нью-Іоркѣ, но на главныхъ биржахъ довольно высока. Въ 1906 г. членское мѣсто фондовой биржи Бостона стоило—35.000 долл., Филадельфіи—12.000 долл., Новаго Орлеана—10.650 долл., Питсбурга—8.000 долл., въ Чикаго всего 1.100 долл. [1]). Уставы многихъ провинціальныхъ биржъ почти дословно списаны съ конституціи нью-іоркской биржи. Всѣ эти биржи играютъ подчиненную роль, посколько дѣло касается обращающихся на нью-іоркской фондовой биржѣ цѣнностей. Указанныя цѣнности котируются лишь на немногихъ провинціальныхъ биржахъ. Послѣднія служатъ, главнымъ образомъ, фондовымъ рынкомъ для бумагъ мѣстнаго значенія, преимущественно такихъ, которыя, въ виду ихъ незначительныхъ количествъ, не могутъ быть допущены къ нью-іоркской оффиціальной биржевой торговлѣ.

Литература: По исторіи—*E. C. Stedman* and *A. N. Easton.* History of the New-York Stock Exchange. New-York 1905.—*S. S. Pratt.* The work of the Wall street. New-York 1910.—*Nelson.* The ABC of the Stock speculation. New-York 1902.—По современной организаціи—Constitution of the New-York Stock Exchange.—*Frh. Reibnitz.* Die New-Yorker Fondbörse—Geschichte, Verfassung und wirtschaftliche Bedeutung, Jena. 1912.—*John. R. Dos Passos.* A Treatise on the law of stock brokers and stock exchanges. New-York 1905.

[1]) *Reibnitz*, op. cit., стр. 87.

Фондовыя биржи въ Россіи.

Статья **В. П. Кардашева.**

Торговля фондами и валютой ведется въ Россіи на биржахъ Петрограда, Москвы, Одессы, Варшавы, Кіева, Риги и Харькова. На петроградской биржѣ торговля фондами и валютой ведется на особомъ фондовомъ ея отдѣлѣ, на прочихъ же биржахъ такого дѣленія нѣтъ. Для удобства торговцевъ опредѣленными товарами, однако, устраиваются отдѣльныя биржи: напримѣръ, Калашниковская хлѣбная въ Петроградѣ, фруктовая, чайная, винная, рыбная и т. д.

Предметомъ биржевыхъ сдѣлокъ фондовой биржи являются: купля и продажа иностранныхъ денегъ, иностранныхъ чековъ и переводныхъ векселей, облигацій государственныхъ займовъ, займовъ городовъ, городскихъ кредитныхъ обществъ, промышленныхъ компаній, закладныхъ листовъ земельныхъ банковъ, акцій различныхъ предпріятій — пароходныхъ, транспортныхъ, страховыхъ, желѣзнодорожныхъ, банковъ коммерческихъ и земельныхъ и различныхъ промышленныхъ предпріятій.

Наши фондовыя биржи знаютъ сдѣлки какъ наличныя, такъ и срочныя. Въ первомъ случаѣ исполненіе сдѣлки—сдача—происходитъ въ теченіе трехъ дней по ея совершеніи; во второмъ—въ условленный срокъ или въ продолженіе обусловленнаго періода времени, или, наконецъ, на средину мѣсяца—на медіо, или же на конецъ мѣсяца—на ультимо. Дни эти для каждаго мѣсяца указываются въ оффиціальномъ биржевомъ календарѣ даннаго мѣста. Кромѣ простой купли и продажи, существуютъ и другія формы сдѣлокъ, заимствованныя изъ практики западно-европейскихъ биржъ[1]).

Количество совершаемыхъ сдѣлокъ съ фондами огромно, и оборотъ фондовыхъ биржъ весьма значителенъ. Но, къ сожалѣ-

[1]) Подробнѣе о русскихъ биржевыхъ сдѣлкахъ см. ниже ст. *Я. М. Гессена. Прим. ред.*

нію, мы не располагаемъ такой статистикой оборотовъ фондовыхъ биржъ, какою располагаетъ Германія въ видѣ данныхъ о поступленіи гербоваго сбора съ маклерскихъ записокъ, и такимъ образомъ цифровые размѣры оборота русскихъ фондовыхъ биржъ остаются неизвѣстными.

По своимъ оборотамъ и вообще по своему значенію первое мѣсто въ Россіи занимаетъ петроградская биржа.

Причины этого, во-первыхъ, историческія—это первая, старѣйшая биржа, получившая автономную организацію и съ нею возможность здороваго развитія; во-вторыхъ, значеніе петроградской биржи покоится на финансовой мощи, сосредоточенной въ кредитныхъ установленіяхъ, имѣющихъ въ Петроградѣ свои центральныя учрежденія. Государственный Банкъ и Государственное Казначейство, Кредитная Канцелярія, частные банки коммерческаго кредита, правленія страховыхъ и промышленныхъ предпріятій, пароходныхъ и желѣзнодорожныхъ обществъ и т. д.—создаютъ необычайно мощный притокъ денежныхъ средствъ въ Петроградъ и дѣлаютъ изъ него центральный резервуаръ, изъ котораго, при помощи биржи, путемъ выпуска акцій и облигацій, черпаются средства для предпріятій внутри страны.

Поэтому неудивительно, что въ настоящее время въ котировку петроградской биржи введено около 700 наименованій различныхъ цѣнностей на милліарды рублей.

Что касается провинціальныхъ биржъ и московской биржи, то онѣ удовлетворяютъ мѣстному спросу, дѣлаютъ сдѣлки съ мѣстными цѣнностями,—въ Кіевѣ, напримѣръ, съ паями сахарныхъ заводовъ, въ Москвѣ съ желѣзнодорожными цѣнностями. Ихъ расцѣнки отражаютъ очень близко расцѣнки петроградской биржи, и кругъ ихъ вліянія не великъ.

Иначе дѣло обстоитъ съ петроградской биржей. Ея вліяніе простирается на всю Россію, и ея курсы не остаются безъ вліянія даже на курсы берлинской и парижской биржъ въ отношеніи нашихъ цѣнностей.

Поэтому дѣятельность петроградской биржи была предметомъ живѣйшаго вниманія правительства, тѣмъ болѣе, что ему приходилось часто выступать въ качествѣ стороны какъ при сдѣлкахъ съ валютой, такъ и при введеніи въ котировку облигацій государственныхъ займовъ. Ея постановленія и проекты давали министру финансовъ матеріалъ для биржевого законодательства, получавшаго распространеніе и на другія биржи.

Поэтому и мы въ дальнѣйшемъ изложеніи остановимся под-

робнѣе на петроградской биржѣ и прослѣдимъ въ общихъ чертахъ ея развитіе до начала нашего столѣтія, а затѣмъ уже познакомимся съ существующей организаціей.

Петръ Великій, познакомившись съ дѣятельностью западныхъ биржъ—амстердамской, лондонской, основанной еще въ 1558 году, гамбургской (1608 г.), а также и съ дѣятельностью биржъ въ Брюгге (1531 г.) и въ Антверпенѣ (1556 г.), пожелалъ дать купцамъ, тогда главнымъ образомъ иностранцамъ, привычную организацію, справедливо ожидая отъ того пользы государству.

Уже въ заложенномъ въ 1703 г. на мѣстѣ нынѣшней Троицкой площади, Гостиномъ дворѣ было отведено мѣсто для собранія торговыхъ людей[1]).

Послѣ пожара 1710 года въ возобновленномъ въ 1713 году Гостиномъ дворѣ было построено архитекторомъ Трезини временное зданіе биржи.

Указомъ Сената 8 ноября 1723 г. было повелѣно „на Санктъ-Петербургскомъ острову, нынѣ гдѣ пристойно сдѣлать биржу, а на Васильевскомъ острову на Гостиномъ дворѣ биржу-жъ сдѣлать каменную“.

До начала XIX столѣтія петроградская биржа была биржей товарной: на ней совершались сдѣлки по покупкѣ и продажѣ товаровъ, фрахтованію судовъ и проч. Сдѣлокъ съ цѣнными бумагами не было: продавали, какъ и во времена Петра, пеньку, сало, ленъ, воскъ, нефть и холстъ, покупали предметы привоза—металлы, хлопокъ и колоніальные товары. Въ связи съ товарными операціями, совершались сдѣлки по покупкѣ-продажѣ иностранныхъ векселей и денегъ.

Организація биржи отличалась полной свободой: торговые люди не принуждались къ посѣщенію и не пріобрѣтали отъ ея посѣщенія никакихъ правъ: на биржѣ происходилъ обмѣнъ свѣдѣній о прибывшихъ корабляхъ, родѣ и количествѣ товаровъ, о цѣнахъ и спросѣ на нихъ, и совершались сдѣлки.

Указомъ Сената 1723 года были установлены способы освѣдомленія о цѣнахъ на хлѣбъ и на другіе товары въ разныхъ мѣстахъ Россіи, а также и въ Амстердамѣ, Лондонѣ и Данцигѣ: Коммерцъ-Коллегія должа была собирать свѣдѣнія на установленныхъ бланкахъ еженедѣльно (изъ мѣстъ отдаленныхъ—ежемѣсячно) и брать изъ иностранныхъ прейскурантовъ цѣны и, отпечатавъ въ Сенатской типографіи, пускать эти бюллетени въ

[1]) *Тимофѣевъ*. Исторія С.-Петербургской биржи, СПБ. 1903, стр. 5—6.

продажу. Были учреждены институты: аукціонистовъ, маклеровъ, съ гофъ-маклеромъ во главѣ, браковщиковъ и биржевыхъ артелей. Биржа съ 1717 г. находилась въ завѣдываніи Коммерцъ-Коллегіи, для которой въ 1724 году былъ изданъ регламентъ, содержавшій статьи, относящіяся къ дѣятельности биржи.

Въ царствованіе преемниковъ Петра не произошло существеннаго измѣненія въ организаціи петроградской биржи: это обстоятельство находится въ непосредственной связи съ неизмѣнившимся характеромъ ея дѣятельности.

Въ эти 75 лѣтъ, до начала XIX вѣка, для петроградской биржи было сдѣлано немногое: биржа была перенесена на Васильевскій островъ, въ каменное зданіе, рядомъ съ Гостинымъ дворомъ и таможней и подчинена вѣдѣнію таможни; пересматривались правила о времени биржевыхъ собраній, о присяжныхъ маклерахъ (послѣднему вопросу было удѣлено не мало вниманія)[1]); издавались указы, стремившіеся регламентировать биржевую торговлю, наприм., указъ Коммерцъ-Коллегіи 1733 г. о воспрещеніи иностраннымъ купцамъ торговать другъ съ другомъ; возобновлялись попытки бороться съ недобросовѣстной торговлей, причемъ имена виновныхъ предавались гласности, что не исключало строгой кары по закону.

Разрѣшался вопросъ о составленіи прейскуранта, для чего въ 1760 году была учреждена Гофъ-Маклерская контора; въ 1798 году послѣдовало распоряженіе о составленіи маклерскихъ записокъ на гербовой бумагѣ; въ самомъ понятіи „маклера“, какъ простого посредника, происходитъ измѣненіе: это уже должностное лицо, удостовѣряющее своей запиской обстоятельства сдѣлки и элементы, до ея существа относящіеся. Такова дѣятельность маклеровъ при учетныхъ конторахъ, учрежденныхъ въ 1797 году: вексельныхъ, страховыхъ, а также и дѣятельность браковщиковъ.

Нигдѣ не встрѣчается упоминанія о сдѣлкахъ съ цѣнными бумагами; это объясняется ихъ отсутствіемъ: несмотря на старанія Петра, акціонерныхъ компаній, подобныхъ Остъ-Индской, для русской торговли съ иноземными государствами основать не удалось; кооперації капитала въ сферѣ производства, столь распространенной въ любимой Петромъ Голландіи, въ Россіи не существовало. Облигаціи государственныхъ займовъ, заключен-

[1]) Интересный проектъ маклерской инструкціи передала Коммерцъ-Коллегія въ 1797 году „на особливое уваженіе Сената“.

ныхъ Екатериной въ Голландіи черезъ банкировъ де-Сметъ, Мавруціо, Фридериксъ, Гопе и К°, де-Вольфъ, Реньи въ общей суммѣ, съ 1769 по 1793 годъ, въ 92,9 милліона голландскихъ гульденовъ, не обращались на нашей биржѣ; даже спустя 25 лѣтъ въ курсовой части № 1 за 1825 годъ, „Коммерческой Газеты“ [1]) издававшейся Департаментомъ внѣшней торговли, курсовъ „кредитныхъ бумагъ“ не находимъ, несмотря на то, что въ проспектѣ газеты обѣщаны были подъ п. 6 „Биржевой курсъ“—„свѣдѣнія о денежномъ биржевомъ курсѣ въ главныхъ торговыхъ мѣстахъ, также и курсѣ разныхъ кредитныхъ бумагъ“.

За время до 1816 года петроградская биржа представляла собою преимущественно помѣщеніе, отведенное правительствомъ для собраній торговыхъ людей; биржевого общества, зарегистрированнаго правительствомъ, съ извѣстнымъ кругомъ правъ и обязанностей не было; были посѣтители биржи, состоявшей то въ томъ, то въ иномъ вѣдомствѣ. Одно обстоятельство заставило создать органъ биржевого купечества „Комитетъ С.-Петербургской биржи“: построенное въ царствованіе Александра I-го зданіе биржи, по плану архитектора Томона съ затратой 2.331 т. рублей[2]), необходимо было содержать. Ни одно изъ вѣдомствъ не желало, да и не могло, по тогдашнему положенію финансовъ, нести такихъ крупныхъ расходовъ по его содержанію и ремонту. Потребовалось создать для этого особый органъ.

15 іюля 1816 года существующее и понынѣ зданіе было освящено и передано въ вѣдѣніе Городского Головы. По приглашенію этого послѣдняго, 6 ноября 1816 года биржевые купцы, числомъ 122, собрались впервые для выборовъ Комитета. Комитетъ С.-Петербургской Биржи былъ избранъ въ числѣ 6 человѣкъ, изъ числа купцовъ и маклеровъ срокомъ на 2 года. Предсѣдателемъ былъ, по должности, Городской Голова. Кромѣ завѣдыванія зданіемъ, на обязанности Комитета лежало расходованіе биржевыхъ суммъ, сборъ доходовъ и веденіе отчетности.

Избранный на общемъ собраніи биржевого купечества, Комитетъ являлся его исполнительнымъ органомъ и ежегодно представлялъ на его утвержденіе свой отчетъ. Общія собранія, кромѣ того, созывались по мѣрѣ надобности.

---

[1]) Первый № выпущенъ 5 февраля 1803 г. подъ названіемъ „*С.-Петербургскія Коммерческія Вѣдомости*“.

[2]) Зданіе, начатое еще въ XVIII вѣкѣ по указу 17 декабря 1781 года, по плану знаменитаго архитектора Гваренги, было снесено въ 1804 въ недостроенномъ видѣ за ветхостью.

Рапортъ о состоявшихся выборахъ и о функціяхъ Комитета былъ утвержденъ министромъ финансовъ, отклонившимъ, однако, право Комитета имѣть собственную печать. Такимъ образомъ, по совершенно внѣшнему поводу было положено основаніе существующему и въ настоящее время автономному управленію петроградской биржи.

Существенныя ограниченія автономіи были сдѣланы правилами, изданными правительствомъ только въ началѣ двадцатаго вѣка и только въ отношеніи биржевыхъ купцовъ, занимающихся торговлей фондами.

Первой кодификаціонной работой особой комиссіи биржевого купечества было составленіе получившаго въ 1831 году силу закона „Положенія о маклерахъ", вмѣстѣ съ которымъ было издано и положеніе о Биржевомъ Комитетѣ и о надзорѣ онаго за благочиніемъ биржевыхъ собраній. Кромѣ предсѣдателя (городского головы) въ составъ Комитета входилъ, по должности же, Гофъ-Маклеръ. Комитету было предоставлено право налагать штрафы за неисполненіе правилъ и имѣть свою печать.

Съ началомъ второй четверти XIX вѣка петроградская биржа измѣнила свой характеръ. Кромѣ значительныхъ оборотовъ съ товарами и сдѣлокъ фрахтовыхъ, вексельныхъ и валютныхъ, появляются сдѣлки съ бумажными цѣнностями, пріобрѣвшія въ дальнѣйшемъ огромное значеніе не только для Петрограда, но и для всей Россіи. Необходимый матеріалъ для сдѣлокъ съ цѣнными бумагами появился въ 1809 году, когда, вслѣдствіе утраты внѣшняго кредита, правительство выпустило внутренній 7% заемъ на 3 милл. рублей ассигнаціями. Заемъ имѣлъ успѣхъ: былъ размѣщенъ al pari. Правительство понизило доходность до 6% и выпустило въ 1810 году 20 милліоновъ рублей съ тѣмъ-же успѣхомъ; имѣя нужду въ деньгахъ, правительство продолжало выпуски внутреннихъ займовъ: съ 1817—1818 г.г. было выпущено пять 6% займовъ на общую сумму въ 331 милл. номинальныхъ, за которые было выручено 313 милл. рублей ассигнаціями. Такимъ образомъ, за девять лѣтъ въ обращеніе поступило на 354 милліона бумажныхъ цѣнностей. Съ другой стороны, часть изъ выпущенныхъ заграницей въ 1820—1822 году 83 милліоновъ рублей попала на нашу биржу. Если принять, что нѣкоторая часть облигацій внутреннихъ займовъ попала въ руки иностранцевъ заграницу, то и тогда появившійся матеріалъ не могъ не оживить биржу. Въ 30-хъ годахъ прошлаго столѣтія на петроградской биржѣ уже были въ обращеніи акціи и обли-

гаціи частныхъ обществъ; по отношенію къ сдѣлкамъ съ ними успѣли образоваться биржевые обычаи, съ чѣмъ считался и Петроградскій Коммерческій Судъ.

Законъ 1836 года о промышленныхъ обществахъ далъ новый толчекъ къ увеличенію частныхъ цѣнностей на петроградской биржѣ.

До 1836 года регулированіе дѣятельности биржи предоставлялось ей самой: самодѣятельность биржевого купечества есть основная черта биржевого законодательства съ 1816 года. Но въ періодъ изданія вышеупомянутаго закона государство стало на точку зрѣнія строгой регламентаціи и запретило, между прочимъ, срочныя сдѣлки съ акціями и временными свидѣтельствами—„росписками“ [1]). Это запрещеніе просуществовало до 1893 года, когда былъ изданъ законъ [2]), допускавшій всевозможныя биржевыя сдѣлки, кромѣ особо въ законѣ поименованныхъ. Оффиціальная котировка бумагъ сначала только записывалась, затѣмъ стала печататься на французскомъ языкѣ и только съ 1884 года на русскомъ.

Каждое потрясеніе спокойной дѣятельности фондовой биржи при недостаточности дѣйствовавшаго законодательства вело къ разнаго рода вмѣшательствамъ правительства въ лицѣ Министерства Финансовъ и Государственнаго Совѣта. Усложнившаяся съ теченіемъ времени дѣятельность биржи требовала кодификаціи установившихся обычаевъ и оффиціальнаго признанія извѣстныхъ правъ. Поэтому уже въ 1830 году Биржевой Комитетъ поручилъ Биржевому Старшинѣ К. М. Мейснеру составить проектъ устава. Въ концѣ 1831 года проектъ устава петроградской биржи былъ составленъ по даннымъ объ иностранныхъ биржахъ и въ соотвѣтствіи съ обычаями, установившимися на петроградской биржѣ. Этотъ уставъ получилъ 5 октября 1832 г. силу закона [3]). Составленный съ большимъ знаніемъ дѣла и въ духѣ автономной англійской биржи и биржъ вольныхъ нѣмецкихъ городовъ, хотя и основанный „на существующихъ по этому предмету узаконеніяхъ и постановленіяхъ“, уставъ Мейснера заслуживаетъ вниманія какъ по своему вліянію на развитіе петроградской биржи, такъ и потому, что духъ этого устава живетъ и во всѣхъ позднѣйшихъ уставахъ русскихъ биржъ.

Уставъ петроградской биржи 1832 года распадается на

[1]) Ст. 2167, т. X ч. I. Св. Зак., изд. 1887 г.
[2]) Выс. утв. мнѣніе Государственнаго Совѣта 8 іюня 1893 г.
[3]) П. С. З. 1832 г., № 5648.

главы: о биржѣ и посѣщающихъ оную, о Биржевомъ Комитетѣ, о правахъ и обязанностяхъ посѣщающихъ биржу, о правахъ и обязанностяхъ Биржевого Комитета, объ отвѣтственности и о распорядительной и хозяйственной частяхъ Петроградской биржи.

Въ этомъ уставѣ дается новое понятіе „биржи", прежде—*мѣста* [1]), гдѣ торговые люди сходились для обмѣна свѣдѣніями и заключенія сдѣлокъ, теперь—*общества* торговыхъ людей. Въ ст. 1 гл. I мы читаемъ: „Биржа есть общее собраніе принадлежащихъ къ торговому сословію лицъ, которыя собираются въ одномъ мѣстѣ для удобства взаимныхъ сношеній и сдѣлокъ по всѣмъ оборотамъ торговли и промышленности".

Право посѣщенія биржи предоставлено всѣмъ желающимъ; сдѣлки же могутъ совершать только лица, перечисленныя въ ст. 5 гл. I. „а) Негоціанты или первостатейные купцы, производящіе внутренній и заграничный оптовый торгъ; банкиры, занимающіеся переводомъ денегъ на россійскіе и иностранные города, учетомъ векселей и всякими банкирскими дѣлами и вообще купцы 1-ой гильдіи, производящіе вышеозначенные коммерческіе обороты; б) заводчики и фабриканты, для продажи оптомъ собственныхъ издѣлій и для покупки матеріаловъ, къ производству необходимыхъ; в) купцы 2-й гильдіи, производящіе оптовую или розничную торговлю; г) иностранные гости, занимающіеся оптовою торговлей или банкирскими дѣлами; д) заѣзжіе иностранные купцы, согласно предоставленному имъ закономъ праву только на 6 мѣсяцевъ; е) торгующіе крестьяне по свидѣтельствамъ первыхъ двухъ родовъ; ж) мѣстные купцы 3-й гильдіи и торгующіе крестьяне по свидѣтельствамъ 3-го рода, желающіе покупать на биржѣ товары отъ россійскихъ купцовъ первыхъ двухъ гильдій и торгующихъ крестьянъ первыхъ двухъ родовъ; з) биржевые маклера, аукціонисты, корабельные маклера, диспашеры, нотаріусы и браковщики, и) подрядчики на привозъ и отвозъ товаровъ и на прочія коммерческія потребности".

Изъ приведеннаго перечня видно, какъ широко понимался составъ биржевого общества, принадлежность къ которому была связана съ уплатой взносовъ на содержаніе зданія и прочія нужды, въ размѣрахъ въ зависимости отъ потребности, по приговору биржевого купечества.

За Биржевымъ Комитетомъ уставъ признавалъ право возбужденія ходатайствъ о пользахъ и нуждахъ С.-Петербургской

[1]) Ст. 2156, т. XI. Св. Зак., изд. 1857 г.

биржи; составъ его былъ сохраненъ прежній и кругъ дѣятельности не измѣнился. Объ общихъ собраніяхъ биржевого купечества упоминается только въ статьѣ объ отчетѣ Биржевого Комитета по хозяйственной части: отчетъ представляется биржевому купечеству.

Предсѣдателемъ Биржевого Комитета является по прежнему Городской Голова,—лицо, биржѣ постороннее. Принципъ самоуправленія получилъ свое окончательное признаніе только въ царствованіе Николая I, въ 1846 году [1]), когда, по ходатайству биржевого купечества, ему было разрѣшено избирать предсѣдателя изъ числа почетнѣйшихъ биржевыхъ купцовъ, ведущихъ въ С.-Петербургѣ постоянную торговлю.

Къ этой организаціи обращалось правительство, прежде чѣмъ рѣшиться на ту или иную мѣру воздѣйствія на биржу. Правительство считало себя обязаннымъ вмѣшиваться въ жизнь биржи всякій разъ, какъ ея дѣятельность бывала потрясаема кризисами и угрожала спокойному развитію народнаго хозяйства. Сами же потрясенія въ биржевой торговлѣ бумажными цѣнностями были слѣдствіемъ увеличенія въ Россіи количества ихъ, совершавшагося во второй половинѣ девятнадцатаго вѣка съ большою быстротой. Оставивъ въ сторонѣ частныя бумаги, достаточно сказать, что количество бывшихъ въ обращеніи бумагъ государственныхъ на 1 января 1862 года составляло 393 милл. руб. мет. и 969 милл. руб. кред., а на 1 января 1900 года 6.233 милл. руб.

Интересъ къ цѣннымъ бумагамъ возникъ въ широкихъ кругахъ общества, которые пострадали уже отъ перваго биржевого кризиса, имѣвшаго мѣсто въ 1869 г. Въ это время возникла въ Петроградѣ негласная биржа въ отелѣ Демута, гдѣ, въ утренніе часы, совершались спекулятивныя сдѣлки съ акціями Рыбинской желѣзной дороги, выигрышными билетами и другими бумагами, повлекшія за собой разореніе многихъ. Законъ 1836 года, воспрещавшій сдѣлки на срокъ, не устрашалъ спекулянтовъ. Озабоченное установленіемъ большей обезпеченности торговыхъ отношеній, министерство финансовъ въ сентябрѣ 1869 г. поручило Биржевому Комитету спѣшно разработать проектъ правилъ торговли цѣнными бумагами, которыя, допуская срочныя сдѣлки, могли бы въ то же время содѣйствовать сокращенію спекуляціи.

Биржевой Комитетъ, созывая биржевое купечество, совершающее сдѣлки съ фондами, сталъ на точку зрѣнія необходи-

[1]) 21 октября 1846 г.; см. П. С. З. 1846 г. № 20132.

мости ограниченія свободы срочныхъ сдѣлокъ, а не категорическаго ихъ воспрещенія, полагая, что при запрещеніи срочныхъ сдѣлокъ отсутствіе гласности, торговыхъ обычаевъ и возможности обратиться къ защитѣ закона будетъ причиною всякихъ злоупотребленій. Избранная въ этомъ собраніи комиссія составила „проектъ главныхъ основаній Устава и Синдикальныхъ правилъ для срочныхъ сдѣлокъ по акціямъ при С.-Петербургской биржѣ“. Проектъ этотъ, однако, не получилъ хода: тотъ духъ разумныхъ уступокъ требованіямъ времени, которымъ онъ былъ пропитанъ, не находилъ отклика въ средѣ министерства.

Европейскій кризисъ 1873 года и послѣдовавшій въ октябрѣ 1875 года рядъ краховъ русскихъ предпріятій поставили на очередь вопросъ объ организаціи биржи, вопросъ особенно важный, потому что въ уставѣ 1832 года роль биржевого купечества была очерчена весьма неясно. Одно было внѣ сомнѣнія: Биржевой Комитетъ долженъ былъ отчитываться передъ общимъ собраніемъ купечества; обсужденіе сложныхъ вопросовъ въ многолюдномъ собраніи представляло значительныя трудности и было мало плодотворно, поэтому выдѣленныя изъ его среды комиссіи дѣйствовали почти постоянно. Сама собой являлась мысль о постоянномъ организованномъ представительствѣ биржевого купечества съ опредѣленными правомочіями, которое отражало бы дѣйствительный его составъ.

Еще въ 1871 году предсѣдатель Биржевого Комитета А. Г. Золотаревъ составилъ проектъ преобразованія Биржевого Комитета и правилъ участія въ дѣлахъ биржевого общества. По этому проекту на Биржевой Комитетъ (по уставу 1832 года состоявшій изъ 6 членовъ, въ томъ числѣ и гофъ-маклера) возлагалось представлять С.-Петербургское биржевое купечество и, въ новомъ составѣ 15 членовъ, давать заключенія по вопросамъ, поступающимъ изъ правительственныхъ и судебныхъ установленій, а также возбуждать ходатайства въ порядкѣ иниціативы, какъ самостоятельно, такъ и совмѣстно съ гласными, въ числѣ 100 избранными по разрядамъ. Будучи авторитетнымъ представителемъ купечества, Комитетъ являлся бы посредникомъ при разборѣ споровъ. Въ основу проекта Золотарева былъ положенъ уставъ 1832 года и принципъ самодѣятельности биржевого общества.

Этотъ проектъ былъ обсужденъ въ особой комиссіи, избранной общимъ собраніемъ, и въ 1872 году поступилъ на разсмотрѣніе министерства. Тамъ, въ особой комиссіи, въ составъ ко-

торой входили представители министерства юстиціи, внутреннихъ дѣлъ и предсѣдатель Биржевого Комитета, проектъ былъ расширенъ до проекта „Устава С.-Петербургской биржи“ и снова поступилъ на отзывъ купечества. Разсмотрѣнный въ особой комиссіи, этотъ проектъ былъ въ 1873 году возвращенъ въ министерство, гдѣ движенія не получилъ и поступилъ въ комиссію, которой тогда было поручено составить общій нормальный уставъ русскихъ биржъ. Недовольное такимъ оборотомъ дѣла биржевое купечество, въ общемъ собраніи въ февралѣ 1875 года постановило ходатайствовать объ изданіи временныхъ правилъ, дополнительныхъ къ уставу 1832 года. Составленный комитетомъ, совмѣстно съ особой комиссіей, проектъ былъ утвержденъ Комитетомъ Министровъ 25 октября 1875 г. Проектъ же правилъ для выбора гласныхъ былъ утвержденъ только въ 1877 году.

Правила 1875 года установили новый порядокъ въ завѣдываніи дѣлами биржи. Во главѣ ея поставлено было Собраніе Гласныхъ изъ 80 человѣкъ; это число могло быть увеличено до 150 съ утвержденія министра; избиратели раздѣлялись на 7 разрядовъ, по роду промысла и, въ соотвѣтствіи съ ихъ значеніемъ, каждый разрядъ избиралъ, срокомъ на 3 года, опредѣленное число гласныхъ и ихъ кандидатовъ. Въ гласные могли быть избираемы лишь купцы 1-ой гильдіи, ведущіе биржевую торговлю.

Къ компетенціи Собранія Гласныхъ относятся слѣдующія дѣла: устройство и порядокъ биржевыхъ собраній; правильность и удобство биржевыхъ сдѣлокъ; назначеніе часовъ для биржевыхъ собраній; закрытіе собраній, перенесеніе курсовыхъ дней; назначеніе платы за посѣщеніе биржи, установленіе пени и размѣра оной за несоблюденіе установленныхъ порядковъ и правилъ и рѣшеніе вопросовъ, вносимыхъ въ Общее Собраніе Биржевымъ Комитетомъ; ходатайство передъ правительствомъ о нуждахъ торговли и промышленности и представленіе направленныхъ правительству предположеній о мѣрахъ къ ея развитію и процвѣтанію; распоряженіе имуществомъ и денежными капиталами биржевого общества; выборы предсѣдателя, членовъ Биржевого Комитета, кандидатовъ къ нимъ, маклеровъ, аукціонистовъ, нотаріусовъ и диспашера; разсмотрѣніе и утвержденіе смѣты расходовъ и приходовъ и отчета по имуществу и расходованію суммъ биржевого общества.

Взаимоотношенія Общаго Собранія гласныхъ и Биржевого Комитета нашли себѣ въ правилахъ 1876 года вполнѣ ясное вы-

раженіе: Биржевой Комитетъ представляетъ Общему Собранію всѣ дѣла, подлежащія вѣдѣнію послѣдняго, а также всѣ тѣ, которыя заявлены къ Общему Собранію. Если инициатива исходитъ отъ гласныхъ, то число подписавшихся подъ заявленіемъ, подлежащимъ внесенію въ Общее Собраніе, должно быть не менѣе 1/5 общаго числа гласныхъ. Биржевой Комитетъ исполняетъ постановленія Общаго Собранія. Въ случаѣ разногласія съ большинствомъ гласныхъ въ частныхъ собраніяхъ, члены Биржевого Комитета пользуются правомъ передавать споры на разсмотрѣніе Общаго Собранія.

Правилами 1875 года составъ Биржевого Комитета опредѣляется такъ: Биржевой Комитетъ состоитъ изъ предсѣдателя, членовъ отъ купечества, именуемыхъ биржевыми старшинами, и гофъ-маклера. Кромѣ того, для замѣны биржевыхъ старшинъ на случай ихъ отсутствія или выбытія до окончанія срока выборовъ, избираются кандидаты въ числѣ не менѣе половины противъ числа биржевыхъ старшинъ. Число старшинъ и кандидатовъ опредѣляется и измѣняется по постановленію Общаго Собранія гласныхъ и съ разрѣшенія министра финансовъ. Срокъ службы биржевыхъ старшинъ и ихъ кандидатовъ трехлѣтній. Они избираются въ Общемъ Собраніи гласныхъ изъ числа купцовъ первой гильдіи.

Кругъ дѣятельности Биржевого Комитета опредѣляется слѣдующимъ образомъ: составленіе и изданіе прейскурантовъ по товарамъ, фондамъ, акціямъ, дисконту, вексельному курсу и по другимъ биржевымъ сдѣлкамъ; кодификація торговыхъ обычаевъ, составленіе правилъ для торговли на петроградской биржѣ; доставленіе справокъ и заключеній по требованіямъ правительственныхъ мѣстъ по дѣламъ, касающимся торговли, промышленности и судоходства; своевременное производство выборовъ и наблюденіе за ихъ правильностью; возбужденіе и разсмотрѣніе мѣропріятій, направленныхъ къ развитію дѣятельности петроградской биржи; представленіе правительству приговоровъ собранія гласныхъ по дѣламъ, касающимся торговли, промышленности и судоходства.

Таковы были „дополнительныя правила 1875 года“, почти въ теченіе четверти вѣка регулировавшія дѣятельность петроградской биржи.

Развитіе нѣкоторыхъ видовъ биржевой торговли повлекло за собою измѣненіе дѣятельности биржи: по прежнему потрясенія въ сферѣ дѣятельности фондовой биржи влекли за собой вмѣшательство правительства. „Проектъ главныхъ основаній устава

и синдикальныхъ правилъ для срочныхъ сдѣлокъ по акціямъ при С.-Петербургской Биржѣ", составленный на основахъ свободы срочныхъ сдѣлокъ комиссіей, избранной собраніемъ биржевого купечества, въ свое время, какъ уже было упомянуто, движенія не получилъ. Лишь спустя тринадцать лѣтъ, въ 1883 году, были одобрены собраніемъ гласныхъ „Правила для сдѣлокъ по покупкѣ и продажѣ фондовъ и акцій на С.-Петербургской Биржѣ". Изданныя въ 1896 году, правила эти дѣйствовали до начала двадцатаго столѣтія.

Въ министерство С. Ю. Витте правительство измѣнило въ корнѣ свое отношеніе къ кардинальному вопросу организаціи биржи. Въ 1893 году оно обратилось черезъ Кредитную Канцелярію къ биржевому купечеству съ предложеніемъ отвѣтить на рядъ вопросовъ объ измѣненіи дѣйствовавшаго законодательства. Купечество въ своихъ отвѣтахъ осталось вѣрнымъ само себѣ, и его комиссія подъ предсѣдательствомъ гофъ-маклера М. Н. Фальке высказалась за расширеніе правъ органовъ купеческаго биржевого самоуправленія и демократизацію состава самого биржевого общества. Статьи, относившіяся къ положенію маклеровъ, были проникнуты тѣмъ же духомъ, равно какъ и касающіяся Биржевого Комитета. „Проектъ завѣдыванія биржевыми дѣлами", представленный въ министерство въ 1898—1899 годахъ и воплотившій въ себѣ духъ, совершенно чуждый господствовавшему тогда въ министерствѣ, не могъ встрѣтить сочувствія и былъ отвергнутъ.

Министерство финансовъ выступило съ проектомъ выдѣленія изъ состава биржи особаго фондоваго отдѣла, находящагося въ бо́льшей и непосредственной зависимости отъ м-ва финансовъ, но въ виду опасенія, что Государственный Совѣтъ можетъ не одобрить попытокъ министерства финансовъ установить новый порядокъ, органически не связанный съ традиціями и торговыми обычаями биржевого купечества, министръ финансовъ рѣшилъ провести „Положеніе" въ порядкѣ временной мѣры черезъ Комитетъ Министровъ.

Положеніе Комитета Министровъ удостоилось Высочайшаго утвержденія 27 іюня 1900 года. Этимъ актомъ былъ нанесенъ сильный ударъ автономіи биржевого купечества, о чемъ подробнѣе будетъ сказано ниже.

Историческій обзоръ нормъ, регулировавшихъ дѣятельность петроградской биржи до начала двадцатаго столѣтія, когда отъ нея былъ отдѣленъ „Фондовый Отдѣлъ", былъ бы не законченъ, если бы мы не остановились еще нѣсколько подробнѣе на орга-

низаціи института *биржевыхъ маклеровъ* и не показали бы, какъ сложилась практика и каковы были нормы, опредѣлявшія дѣятельность котировочной комиссіи.

Институтъ биржевыхъ маклеровъ существовалъ съ момента основанія биржи. Въ царствованіе Петра сенатскимъ Указомъ 1723 года устанавливались правила продажи съ торговъ оставшихся за казной товаровъ, въ которыхъ маклерамъ отводилась отвѣтственная роль: своей подписью свидѣтельствовать продажу, совершенную „вендеймейстеромъ"—биржевымъ аукціонистомъ [1]).

Есть основанія предполагать, что биржевые маклера существовали и ранѣе: еще въ Регламентѣ, или уставѣ, Главнаго Магистрата указывается: „главному магистрату велѣть въ приморскихъ и въ другихъ знатныхъ городахъ, въ тѣхъ, гдѣ знатные торги есть, такихъ маклеровъ выбрать магистратамъ изъ купечества добрыхъ и во всѣхъ торгахъ и вексельныхъ переводахъ искусныхъ людей и, приведши къ присягѣ (или вѣрѣ), содержать ихъ во всемъ такъ, какъ выше объявлено, а за труды ихъ опредѣлить имъ брать указанное...", ссылаясь на обычаи европейскаго купечества, гдѣ „никакіе договоры въ торгахъ безъ оныхъ не утверждаются и для того журналъ или повседневная записка маклеровъ такую силу имѣетъ, какъ протоколъ въ судѣ".

Для продажи казенныхъ товаровъ и исполненія порученій казны по покупкѣ потребныхъ матеріаловъ, указомъ 1717 года былъ назначенъ гофъ-маклеръ Самуилъ Мюксъ [2]).

Вскорѣ число гофъ-маклеровъ достигло трехъ, затѣмъ 8-ми; число маклеровъ доходило до 40. Въ этотъ періодъ времени, по представленію иностранныхъ купцовъ, давалось гофъ-маклерское достоинство, какъ особая награда, а не въ зависимости отъ дѣйствительной въ нихъ потребности.

Въ 1790 году Георги насчитывалъ 3 гофъ-маклеровъ, 5 вексельныхъ и корабельныхъ и отъ россійскаго купечества 17 вексельныхъ и по товарамъ маклеровъ [3]). По переписи, сдѣланной въ 1802 году гофъ-маклеромъ Яковомъ Барцемъ по порученію Коммерцъ-Коллегіи, на петроградской биржѣ числился еще одинъ гофъ-маклеръ и 105 маклеровъ, изъ которыхъ посѣщало биржу только 84.

---

[1]) П. С. З. 1723 г. № 4358.

[2]) П. С. З. 1717 г. № 3074.

[3]) *Георги.* Описаніе Россійскаго Императорскаго Столичнаго града С.-Петербурга. 1794 г.

Въ самомъ началѣ биржевой торговли возникъ вопросъ о недозволенномъ маклерствѣ, борьба съ которымъ не прекращается и до нашего времени. Назначенные Коммерцъ-Коллегіей изъ состава купечества маклера приводились къ присягѣ, существо которой заключалось въ обѣщаніи безпристрастія и незаинтересованности; удовлетворяясь куртажемъ по установленной таксѣ, маклера не должны были вести торговли за собственный счетъ.

Обращеніе къ услугамъ неприсяжнаго маклера разсматривалось, какъ преступленіе, за которое былъ предусмотрѣнъ штрафъ отъ ста до тысячи рублей съ каждой стороны [1]).

Присяжные маклера въ концѣ столѣтія получали по сдѣлкамъ на товары по $^1/_4\%$ съ каждой стороны, по вексельнымъ и валютнымъ—по $^1/_8\%$ съ каждой стороны. Было ли занятіе этимъ промысломъ занятіемъ выгоднымъ? Современникъ Георги находитъ, что „въ разсужденіи большого куртажу дѣла маклеровъ были выгодны, но, поелику число ихъ велико, то многіе изъ нихъ бѣдны.“

Въ концѣ восемнадцатаго и въ началѣ девятнадцатаго столѣтія положеніе маклеровъ регулировалось инструкціей 1797 года: кромѣ высокихъ моральныхъ качествъ, за наличіе которыхъ у своего кандидата купцы должны были ручаться въ своемъ прошеніи, отъ кандидата въ маклера требовались еще и знанія, провѣрять которыя было поручено особой комиссіи. Маклера при вступленіи въ должность получали свой знакъ—печать и книгу, шнурованную и возобновляемую каждый годъ перваго января. Въ эту книгу заносились всѣ сдѣлки въ редакціи точной и вѣрной и въ присутствіи сторонъ. За убытки, происшедшіе отъ ошибки, маклеръ несъ матеріальную отвѣтственность; въ случаѣ же умышленной ошибки подвергался и уголовной отвѣтственности. Производство сдѣлокъ за свой счетъ или въ компаніи имъ воспрещалось, равно какъ и исполненіе, или даже только принятіе заочныхъ порученій.

Маклера были обязаны доставлять гофъ-маклеру свѣдѣнія о цѣнахъ на товары и о количествѣ вексельныхъ переводовъ въ чужія страны. Дѣятельность ихъ подверглась регламентаціи въ началѣ вѣка по отдѣльнымъ вопросамъ, не измѣняясь значительно въ своей сущности. Только въ 1831 году отдѣльные законы и сложившіеся въ ежедневной практикѣ обычаи были соединены въ одно „Положеніе о маклерахъ 1831 г.“

[1]) Объявленіе Коммерцъ-Коллегіи 1764 года и проектъ маклерскаго устава 1797 года.

Это Положеніе устанавливаетъ права и обязанности гофъ-маклера, маклеровъ биржевыхъ и корабельныхъ, аукціонистовъ и диспашеровъ. Обязанности маклера—быть посредникомъ въ торговыхъ дѣлахъ. Должность эта выборная, право избранія принадлежитъ купечеству; избранное лицо утверждается въ должности министерствомъ финансовъ. Комплектъ маклеровъ для петроградской биржи опредѣляется въ 100 человѣкъ. Изъ нихъ избирались два биржевыхъ нотаріуса. Для нихъ устанавливается извѣстный цензъ. Кандидатъ въ маклера долженъ имѣть не менѣе 30 лѣтъ отъ роду, быть русскимъ подданнымъ, состоять купцомъ третьей гильдіи или быть управляющимъ у купца первой или второй гильдіи, или приказчикомъ; кромѣ того, долженъ знать законы, къ коммерціи относящіеся, и товары и операціи, по которымъ онъ будетъ работать. Само избраніе производится купцами первой и второй гильдіи, торгующими на биржѣ, открытой подачей голосовъ путемъ написанія противъ фамиліи кандидата своего имени въ книгѣ, куда признанные достойными были внесены Биржевымъ Комитетомъ: получившій въ теченіе трехъ дней наибольшее число голосовъ считается избраннымъ. Избранные, по утвержденіи Департаментомъ внѣшней торговли, получали маклерскій знакъ отъ Департамента, за который вносили сто рублей.

Вознагражденіе маклеровъ составлялъ куртажъ въ размѣрѣ по полъ-процента съ продавца и покупателя по товарнымъ сдѣлкамъ, по одной четверти—по сдѣлкамъ съ переводными векселями и по одной восьмой процента—по прочимъ денежнымъ сдѣлкамъ.

Честность и нелицепріятіе поставлялись имъ въ обязанность по долгу присяги, равно какъ и строгое соблюденіе торговой тайны: выписи изъ ихъ книгъ могутъ быть даваемы только участникамъ сдѣлки или судебнымъ мѣстамъ. За нарушеніе торговой тайны виновные подвергались наказанію: штрафу денежному въ размѣрѣ отъ двойного куртажа и до дисциплинарнаго взысканія — отрѣшенія отъ должности. Производство торговли за собственный счетъ было имъ воспрещено подъ угрозой денежнаго штрафа въ пятьсотъ и, въ повторномъ случаѣ, въ тысячу рублей.

За маклерскими записями признавалась сила безспорнаго доказательства, невнесеніе же сдѣлки въ маклерскую книгу не влекло для нея утраты защиты закона.

Положеніемъ 1831 года на маклеровъ возлагалась обязанность давать свѣдѣнія гофъ-маклеру для составленія прейскуранта

Въ дальнѣйшихъ главахъ Положеніе устанавливаетъ кругъ дѣятельности корабельныхъ маклеровъ, аукціонистовъ и диспашеровъ, биржевыхъ нотаріусовъ, и опредѣляетъ ихъ обязанности въ духѣ торговыхъ обычаевъ, сложившихся на петроградской биржѣ къ тому времени.

Какъ уже было изложено, уставъ петроградской биржи 1832 года не коснулся положенія маклеровъ. Въ 1846 году было возбуждено ходатайство объ измѣненіи порядка выбора маклеровъ. Не взирая на поддержку московскаго Биржевого Комитета и таможеннаго вѣдомства, ходатайство движенія не получило. Учрежденный въ 1862 году комитетъ изъ представителей биржевого купечества измѣнилъ эти правила и представилъ ихъ на уваженіе Государственнаго Совѣта, мнѣніе котораго удостоилось Высочайшаго утвержденія въ 1864 году. Биржа уже конституировалась, какъ организованное общество, и новый порядокъ избранія маклеровъ вполнѣ соотвѣтствовалъ понятіямъ того времени: выборы происходили въ общемъ собраніи купечества при наличности не менѣе $^1/_3$ всего числа, закрытой баллотировкой. Избраннымъ считался получившій не менѣе $^2/_3$ голосовъ; послѣдняя норма оказалась стѣснительной и въ слѣдующемъ году была понижена до $^1/_2$. Маклерскимъ запискамъ, по ходатайству купечества, было присвоено закономъ право представленія къ протесту у биржевого нотаріуса въ теченіе трехъ мѣсяцевъ со дня просрочки; что же касается другихъ сторонъ ихъ дѣятельности, то законодательство конца вѣка коснулось лишь вопроса о пониженіи вознагражденія маклерамъ съ $^1/_4\%$ до $^1/_8\%$ по сдѣлкамъ съ переводными векселями, да еще разрѣшенія маклерамъ петроградской и архангельской биржъ исполнять письменныя порученія иногородныхъ кліентовъ.

Дополнительныя правила 1875 года вводятъ новшества: число маклеровъ устанавливается въ общемъ собраніи гласныхъ и утверждается министромъ финансовъ. Въ остальномъ же они повторяютъ,—ссылаясь на правила московской биржи, утвержденныя въ 1871 году, куда они вошли цѣликомъ,—изложенныя выше правила 1864 года.

Ставки куртажа подверглись дальнѣйшимъ измѣненіямъ: ставка $^1/_8\%$ была чрезмѣрно высока для фондовъ и прочихъ денежныхъ сдѣлокъ; конкурренція заставляла маклеровъ понижать ее до $^1/_{10}\%$, и ниже; возникавшія недоразумѣнія и споры побудили гофъ-маклера поставить этотъ вопросъ на обсужденіе комиссіи, которая и постановила ходатайствовать о замѣнѣ постоянной ставки ставкой, высота которой опредѣлялась бы общимъ собраніемъ глас-

ныхъ. Въ 1899 году это постановленіе было утверждено министромъ финансовъ.

Другой институтъ, имѣющій огромное значеніе для правильнаго функціонированія фондовой биржи, это *котировочная комиссія.*

Съ самой ранней поры въ дѣятельности правительства обнаруживается забота о возможно правильномъ освѣдомленіи купечества о цѣнахъ на объекты биржевыхъ сдѣлокъ.

Сначала Камеръ-Коллегія сама составляла прейскурантъ по даннымъ, полученнымъ административными ея органами или заимствованнымъ изъ бюллетеней западныхъ биржъ: амстердамской, лондонской и другихъ (1723 г.).

Въ 1761 году указомъ Сената было предписано прейскуранты печатать въ типографіи Академіи Наукъ и продавать по цѣнѣ не свыше двухъ копѣекъ. Вѣроятно, за неассигнованіемъ на это средствъ, указъ этотъ исполненъ не былъ, и въ 1764 году пришлось дать новый указъ и произвести выдачу 200 рублей изъ средствъ Кабинета Ея Величества на ихъ печатаніе. Свѣдѣнія должны были доставлять гофъ-маклера и маклера еженедѣльно таможнѣ, въ вѣдѣніи которой и находилась въ то время биржа, а та передавала эти свѣдѣнія Коллегіи. Свѣдѣнія поступали не аккуратно; нужно было искать другихъ способовъ заставить маклеровъ ихъ давать. Тогда была учреждена гофъ-маклерская контора: въ ней должны были вестись записи не только цѣнъ, но и оборотовъ какъ по товарамъ, такъ и по векселямъ внутреннимъ и переводнымъ. Неизвѣстно, принесло ли пользу такое учрежденіе: вѣроятно, дѣло и въ этомъ случаѣ не наладилось, ибо въ позднѣйшихъ законодательныхъ актахъ о гофъ-маклерской конторѣ нѣтъ больше рѣчи.

По инструкціи 1797 года свѣдѣнія собираетъ гофъ-маклеръ или къ тому уполномоченный маклеръ ежедневно: отмѣчаются цѣны товаровъ, состояніе курса и суммы переводовъ за границу. Чтобы побудить маклеровъ выполнять требованія инструкціи, былъ установленъ штрафъ въ пять рублей за непредставленіе свѣдѣній; въ случаѣ же троекратнаго нарушенія этого требованія маклеру грозило отрѣшеніе отъ должности.

Свѣдѣніями, доставляемыми гофъ-маклерами, правительство пользовалось для оповѣщенія купечества о цѣнахъ, существовавшихъ на биржѣ, путемъ изданія газеты „С.-Петербургскія Коммерческія Вѣдомости“.

Съ 1825 года Департаментъ внѣшней торговли сталъ выпускать въ свѣтъ другое изданіе „Коммерческую Газету“ въ

количествѣ 104 нумеровъ, съ доставкой и пересылкой по всей имперіи за 25 рублей ассигнаціями въ годъ. Такая сравнительно невысокая цѣна показывала намѣренія департамента возможно расширить кругъ лицъ, ее читающихъ, и закрѣпить первенствующее значеніе С.-Петербургской биржи, ея обычаевъ, цѣнъ и сдѣлокъ для всей Россіи. Прейскурантъ, въ ней помѣщенный, содержалъ цѣны товаровъ на биржахъ с.-петербургской, архангельской, рижской, московской, одесской, ѳеодосійской и таганрогской; вексельный курсъ на Лондонъ, Амстердамъ, Гамбургъ, Парижъ и Тріестъ за рубль въ иностранной валютѣ (кромѣ Тріеста). Всѣ эти курсы нотировались только на с.-петербургской биржѣ; на рижской биржѣ нотировались только фунты, а на одесской биржѣ только австрійскіе гульдены. Кромѣ того, здѣсь же помѣщалась цѣна россійской и иностранной монеты.

Съ 1845 года составленіе курсового листка находилось на обязанности гофъ-маклера, которому маклера были обязаны доставлять необходимыя свѣдѣнія. Въ 1859 году министръ финансовъ предписывалъ Биржевому Комитету: предложить биржевому купечеству избрать изъ числа маклеровъ четырехъ, которые совмѣстно съ гофъ-маклеромъ „наблюдали бы за точнымъ исполненіемъ закона и вмѣстѣ съ тѣмъ подписывали бы курсовыя вѣдомости“. Эти курсовые листки имѣли быть представляемы въ курсовые дни—вторникъ и пятницу—министру финансовъ. Исполняя распоряженіе министра, ссылавшагося на поступившія къ нему жалобы на непорядки, купцы подчеркивали, что „по сіе время они оставались совершенно довольными курсовыми вѣдомостями, составляемыми гофъ-маклеромъ“.

Составленный по этому предписанію „Нотировальный вексельный комитетъ“ работалъ, не имѣя инструкцій или какихъ-либо правилъ. Комиссія, работавшая въ 1862 году надъ проектомъ маклерскаго устава, въ своей работѣ затронула и этотъ вопросъ. Какъ извѣстно, труды ея не получили осуществленія. Въ концѣ 1869 года недостатки въ нотированіи вексельныхъ курсовъ и котированіи цѣнъ появившагося къ тому времени уже значительнаго количества бумажныхъ цѣнностей, заставили рядъ фирмъ возбудить вопросъ о пересмотрѣ правилъ, которыми комитетъ въ своей работѣ руководствуется. Образовался частный комитетъ изъ представителей купечества и выработалъ проектъ правилъ о нотированіи вексельныхъ курсовъ. Проектъ этотъ въ министерствѣ хода не получилъ.

Но въ томъ же году, по предписанію министра финансовъ,

былъ образованъ „Котировальный Комитетъ“ для составленія прейскурантовъ по фондамъ, процентнымъ бумагамъ, акціямъ и проч.

Предписаніе 21 іюля 1859 года, кромѣ опредѣленія состава Комитета, не содержало въ себѣ никакихъ правилъ для его дѣятельности. Четыре биржевыхъ маклера, избранные въ собраніи биржевого купечества, должны были, подъ предсѣдательствомъ гофъ-маклера, пять разъ въ недѣлю—по понедѣльникамъ, вторникамъ, средамъ, четвергамъ и пятницамъ—обозначать цѣны, существовавшія въ биржевыхъ собраніяхъ.

Въ связи съ общимъ оживленіемъ въ дѣятельности фондовой биржи въ 1875 году, Биржевой Комитетъ ходатайствовалъ объ усиленіи состава котировальнаго комитета еще четырьмя маклерами и находилъ нужнымъ избрать къ нимъ кандидатовъ въ половинномъ числѣ, т. е. четырехъ. Ходатайство это было удовлетворено министерствомъ.

Отсутствіе точныхъ и опредѣленныхъ основаній для установленія котировки цѣнъ по весьма разнообразнымъ сдѣлкамъ повело къ тому, что вскорѣ стали раздаваться недовольные голоса и посыпались жалобы въ министерство: въ коллективныхъ заявленіяхъ требовали измѣненія существующаго порядка. Созванное въ 1883 году собраніе биржевого купечества, ведущаго торгъ фондами, избрало комиссію для изслѣдованія этого вопроса; комиссія эта признала дѣятельность котировальнаго комитета правильной.

Порядокъ этотъ продержался до начала двадцатаго столѣтія, когда комиссія, выдѣленная изъ состава совѣта, вновь образованнаго при петроградской биржѣ фондового отдѣла, подъ предсѣдательствомъ П. Л. Барка, составила проектъ Инструкціи Котировальной Комиссіи. Инструкціей было разрѣшено пользоваться временно, для выясненія ея пригодности. Въ 1901 году былъ избранъ ея первый составъ.

Съ началомъ двадцатаго вѣка петроградская фондовая биржа начинаетъ вести самостоятельное существованіе: до средины 1900 года торговля фондами, валютой и акціями происходила, какъ мы видѣли, въ общихъ биржевыхъ собраніяхъ; члены биржевого общества, ведущіе торговлю товарами и ведущіе торговлю фондами, составляли одно цѣлое—биржевое купечество. Правда, это вводило элементъ извѣстной свободы и даже, быть можетъ, дезорганизацію, въ силу того, что наблюденіе за незаконнымъ маклерствомъ и его нежелательными послѣдствіями было

затруднено самой численностью собравшихся. Но не въ этомъ было дѣло: произошелъ поворотъ во взглядахъ министерства на самую организацію биржи. Принципъ автономности, даже въ тѣхъ скромныхъ размѣрахъ, которые предоставлялись уставомъ 1832 года и дополнительными временными правилами 1875 года, вносилъ въ новый курсъ министерства финансовъ нежелательныя осложненія. Острый кризисъ 1898 и 1899 годовъ далъ поводъ министерству снова заняться биржей. Не отрицая возможности извѣстныхъ ошибочныхъ, а иногда и недобросовѣстныхъ дѣйствій со стороны отдѣльныхъ биржевыхъ дѣятелей, ускользнувшихъ отъ воздѣйствія Биржевого Комитета, приходится признать, однако, что для принятія такихъ суровыхъ мѣръ противъ автономіи и свободы доступа въ ряды биржевого купечества, торгующаго фондами, какъ установленныя „Положеніемъ объ образованіи на С.-Петербургской Биржѣ Фондового Отдѣла 27 іюля 1900 года", дѣйствительно вѣскихъ основаній не было. Основаніемъ Отдѣла уничтожался строй, сложившійся исторически, въ угоду стремленіямъ власти, вмѣшаться непосредственно въ сферу экономической жизни, правда, имѣющую большое значеніе для государства, какъ владѣльца желѣзныхъ дорогъ и эмиттента государственныхъ займовъ и облигацій государственныхъ земельныхъ банковъ.

Въ Германіи въ это время происходила подобная же борьба между группами коммерсантовъ и биржевыхъ дѣятелей, сторонниковъ свободной организаціи и самостоятельной регламентаціи дѣятельности биржи, и правительствомъ, стремившимся путемъ постояннаго контроля и активнаго вмѣшательства создать изъ биржи инструментъ для наилучшаго использованія государственнаго кредита и для охраненія широкой публики отъ злоупотребленій недобросовѣстнаго грюндерства. Тамъ закономъ 22 іюля 1896 года были введены суровыя правила, смягченныя новеллой 1908 года, но все же продолжающія и до сего времени оказывать свое вліяніе на дѣятельность германскихъ биржъ,—не въ сторону ихъ развитія.

И въ то время, когда въ нѣмецкой повременной печати и спеціальной литературѣ шла ожесточенная критика закона 1896 года и обсуждались результаты его примѣненія, русское министерство финансовъ въ упрощенномъ порядкѣ измѣнило законъ о биржѣ изданіемъ Положенія о Фондовомъ Отдѣлѣ, въ которомъ оно пошло еще дальше нѣмецкаго закона 1896 года въ дѣлѣ осуществленія административнаго воздѣйствія на биржу.

Къ 1900 году петроградская биржа, какъ мы знаемъ, и ранѣе единственная по своимъ оборотамъ и значенію фондовая биржа Россіи, пріобрѣла огромное значеніе: и государство въ періодъ дешевыхъ денегъ, и частная промышленность въ періодъ грюндерства выпустили огромное количество бумажныхъ цѣнностей. Достаточно сказать, что къ этому времени нашъ государственный долгъ достигъ уже 6.233.657.037 рублей, изъ которыхъ въ странѣ было размѣщено, вѣроятно, около половины.

По даннымъ Bulletin Russe de Statistique Financière, на первое января 1900 года общій капиталъ акціонерныхъ обществъ горной, металлургической, механической и машиностроительной промышленности, верфей и вагонныхъ заводовъ составлялъ 1.950 милліоновъ франковъ (на 1 января 1897 г. всего около 600 милл. фр.). Всего же акціонерныхъ складочныхъ капиталовъ было на 5443 милліона франковъ, и, кромѣ того, находилось въ обращеніи акцій желѣзнодорожныхъ обществъ на 333,5 милл. фр. Если принять, что на петроградской биржѣ обращается $^2/_3$ всего количества, то окажется дивидендныхъ бумагъ на сумму около одного милліарда рублей. Всего, такимъ образомъ, на петроградской биржѣ могло быть въ обращеніи около 4 милліардовъ рублей, въ томъ числѣ на три четверти государственныхъ. Къ началу 1914 года оффиціальная котировка петроградской биржи содержала около 700 наименованій бумагъ, въ томъ числѣ 16 предпріятій, находившихся въ ликвидаціи. Вліяніе хода дѣлъ на петроградской биржѣ сказывается при такихъ условіяхъ очень сильно на курсахъ русскихъ государственныхъ фондовъ, и финансовое вѣдомство не можетъ не быть въ этомъ заинтересованнымъ. Но вмѣсто того, чтобы противодѣйствіе понижательной спекуляціи видѣть въ сильной и здоровой контръ-минѣ, всегда являющейся на свободныхъ биржахъ въ подобныхъ случаяхъ, какъ начало, парализующее усилія отдѣльныхъ „злонамѣренныхъ“ лицъ, въ „Положеніи“ устанавливаютъ противъ нихъ мѣры административнаго воздѣйствія.

Въ настоящее время дѣятельность петроградской биржи регулируется: а) уставомъ, изданнымъ въ видѣ приложенія къ ст. 592 Уст. Торг., т. XI, ч. 2, Св. Зак. изд. 1893 г., представляющимъ сводку изъ прежде изданныхъ законоположеній [1]); б) Выс. утв. 27 іюля 1900 г. Положеніемъ Комитета Министровъ объ образованіи на С.-Петербургской Биржѣ Фондоваго Отдѣла;

[1]) Уставъ 1832 года, временныя правила 1875 года и положеніе о маклерахъ 1831 года.

в) Правилами для Фондоваго Отдѣла, изданными въ развитіе п. „а“ отд. „Е“ Положенія 27 іюля 1900 года; г) Правилами для сдѣлокъ по покупкѣ и продажѣ иностранной валюты, фондовъ и акцій на С.-Петербургской Биржѣ, утвержденными министромъ финансовъ 10 ноября 1907 года; д) Правилами о допущеніи бумагъ къ котировкѣ на Фондовомъ Отдѣлѣ С.-Петербургской Биржи, утвержденными министромъ финансовъ 5 сентября 1902 года и, въ связи съ ними, внесеннымъ въ примѣчаніе 1 къ ст. 657 Уст. Торг. по прод. 1906 года Выс. утв. 12 іюня 1902 г. мнѣніемъ Государственнаго Совѣта; е) Правилами объ отвѣтственности лицъ, вводящихъ въ обращеніе на С.-Петербургской Биржѣ цѣнныя бумаги; ж) Правилами о впускѣ гостей въ биржевыя собранія Фондоваго Отдѣла С.-Петербургской Биржи; з) Правилами по доставленію въ Котировальную Комиссію маклерами и прочими дѣйствительными членами Фондоваго Отдѣла при С.-Петербургской Биржѣ данныхъ, необходимыхъ для составленія котировки.

Размѣръ маклерскаго куртажа опредѣляется выработанными общимъ собраніемъ гласныхъ петроградской биржи правилами, утвержденными министромъ финансовъ; примѣненіе новыхъ ставокъ началось 1 мая 1899 года. Въ защиту интересовъ маклеровъ, по сдѣлкамъ съ малоцѣнными дивидендными бумагами въ 1901 году было установлено минимальное вознагражденіе (по 15 копѣекъ съ штуки).

Реформа петроградской биржи была произведена на основаніи Высочайше утвержденнаго положенія Комитета Министровъ въ порядкѣ, слѣдовательно, административномъ, а не законодательномъ. Положеніемъ предоставлялось министру финансовъ „для торговли цѣнными бумагами и валютой на С.-Петербургской биржѣ образовать Фондовый Отдѣлъ“, въ видѣ мѣры временной,—оговорка для оправданія такого необычнаго порядка изданія распоряженія, измѣняющаго законъ, изданный въ установленномъ законодательномъ порядкѣ.

Фондовый отдѣлъ состоитъ въ вѣдѣніи министра финансовъ по Особенной Канцеляріи по Кредитной Части; фондовый отдѣлъ посѣщаютъ: а) дѣйствительные члены отдѣла, б) постоянные посѣтители отдѣла, в) гости и г) представители министерства финансовъ. Завѣдываніе дѣлами фондоваго отдѣла принадлежитъ общему собранію дѣйствительныхъ членовъ отдѣла и совѣту отдѣла. При фондовомъ отдѣлѣ состоятъ фондовые маклера и котировальная комиссія.

Пунктомъ „в“ отд. „Е“ министру финансовъ было предо-

ставлено право назначить первоначальный составъ отдѣла въ числѣ не выше шестидесяти дѣйствительныхъ членовъ, удовлетворяющихъ требованіямъ п. 1, ст. II, отд. „Б“ Положенія, т. е. представителей частныхъ кредитныхъ установленій и банкирскихъ домовъ—не болѣе двухъ отъ каждаго, и лицъ, выбравшихъ промысловыя свидѣтельства перваго разряда на производство банкирскихъ операцій, притомъ выразившихъ желаніе быть дѣйствительными членами отдѣла.

Пунктомъ „г“ отд. „Е“ министру предоставлялось назначить совѣтъ фондоваго отдѣла.

Открывая засѣданіе совѣта фондоваго отдѣла 16 февраля 1901 года, министръ финансовъ, С. Ю. Витте, опредѣлилъ задачи Положенія 1900 года, какъ устраненіе недостатковъ и пробѣловъ въ биржевой дѣятельности при помощи правильной организаціи, основанной на необходимой во всякой организаціи дисциплинѣ, которою, по мнѣнію министра, будетъ предупреждено искусственное созданіе цѣнъ. Министръ финансовъ не скрывалъ, что дѣло идетъ о подчиненіи членовъ Фондоваго Отдѣла и постоянныхъ посѣтителей вліянію министерства, тѣмъ болѣе чувствительному, что „Положеніемъ“ была предусмотрѣна возможность исключенія изъ числа дѣйствительныхъ членовъ по предложенію министерства. Хотя въ этомъ случаѣ, при наличности уважительныхъ причинъ, исключенному и предоставляется право ходатайствовать о вторичномъ пересмотрѣ принятаго рѣшенія, но такъ какъ принесеніе жалобы не останавливаетъ приведенія въ исполненіе постановленія совѣта объ исключеніи, то шаги, предпринимаемые министерствомъ, достигаютъ своей цѣли. Постояннымъ посѣтителямъ, которыми могутъ быть, по „Положенію“, всѣ лица, выбравшія въ Петроградѣ промысловое свидѣтельство, соотвѣтствующее свидѣтельствамъ первой гильдіи, посѣщеніе биржи можетъ быть воспрещено совѣтомъ отдѣла временно или безсрочно въ порядкѣ того же п. 4, ст. II, отд. „Б“ положенія и притомъ безапелляціонно.

Что касается третьяго необходимаго элемента биржи—маклеровъ, то, по „Положенію“ 1900 года (п. 9 ст. VIII, отд. „Б“), независимо отъ взысканій, налагаемыхъ на фондовыхъ маклеровъ, какъ дѣйствительныхъ членовъ отдѣла, и взысканій, налагаемыхъ на маклеровъ на основаніи Уложенія о Наказаніяхъ, фондовые маклера, въ случаяхъ неправильныхъ дѣйствій въ отношеніи къ кліентамъ, подвергаются: въ первый разъ—воспрещенію посѣщать биржевыя собранія на время до трехъ мѣсяцевъ, во

второй разъ на время до одного года и въ третій разъ исключенію навсегда. Взысканія эти налагаются министромъ финансовъ по истребованіи объясненій отъ фондоваго маклера и заключенія по симъ объясненіямъ совѣта отдѣла. Состоявшееся на указанныхъ основаніяхъ распоряженіе министра финансовъ обжалованію не подлежитъ [1]).

Центръ тяжести работы въ отдѣлѣ переносится изъ общаго собранія въ совѣтъ: общему собранію дѣйствительныхъ членовъ отдѣла предоставляется только а) производство выборовъ членовъ совѣта отдѣла и б) разсмотрѣніе и утвержденіе смѣтъ доходовъ и расходовъ фондоваго отдѣла и отчетовъ по исполненію сихъ смѣтъ. Постояннымъ посѣтителямъ правъ по управленію отдѣломъ не предоставлено вовсе.

Возложивъ по Положенію 1900 года всю работу на совѣтъ отдѣла, министерство оставило за собой право и въ будущемъ измѣнять составъ его по своему усмотрѣнію: п. 2 ст. VII, отд. „Б“ предоставляетъ министру финансовъ право назначать вторичные выборы, если избранные члены совѣта не будутъ признаны заслуживающими утвержденія или выборы не состоятся. Если же неутвержденіе повторится или и вторые выборы не состоятся, то министру предоставляется право назначить членовъ совѣта по своему усмотрѣнію изъ дѣйствительныхъ членовъ отдѣла, состоящихъ въ русскомъ подданствѣ, на выборный срокъ. Связь совѣта фондоваго отдѣла съ петроградской биржей устанавливается тѣмъ, что предсѣдатель биржевого комитета является предсѣдателемъ и совѣта фондоваго отдѣла и, кромѣ того, члены совѣта участвуютъ въ общемъ собраніи гласныхъ петроградской биржи. Кругъ вѣдѣнія совѣта очерченъ приблизительно такъ же, какъ и биржевого комитета на другихъ биржахъ. Постановленія совѣта по дѣламъ объ установленіи дней и часовъ для биржевыхъ собраній, составленіе и изданіе правилъ о порядкѣ заключенія биржевыхъ сдѣлокъ, составленіе и изданіе инструкцій для фондовыхъ маклеровъ по веденію книгъ, опредѣленіе формы бюллетеня и установленіе способовъ, формъ и средствъ приведенія въ извѣстность цѣнъ на цѣнныя бумаги и валюту, назна-

[1]) Кромѣ того, для усиленія вліянія министерства въ составъ котировальной комиссіи и совѣта фондоваго отдѣла (въ послѣдній только по вопросу о допущеніи бумагъ къ котировкѣ) введены представители министерства, въ числѣ двухъ съ правомъ рѣшающаго голоса. Для производства же сдѣлокъ за счетъ Государственнаго Банка и Государственнаго Казначейства командируются каждый разъ особо чины министерства (ст. V, отд. „Б“).

ченіе размѣра взносовъ дѣйствительныхъ членовъ отдѣла и постоянныхъ посѣтителей отдѣла, назначеніе таксы вознагражденія фондовыхъ маклеровъ за исполненіе приказовъ (п. 5 а, ст. VII, отд. „Б“) подлежатъ утвержденію министра финансовъ. Совѣту же принадлежитъ право допускать къ котировкѣ на фондовомъ отдѣлѣ бумаги и разбирать и разрѣшать споры, возникающіе при заключеніи и исполненіи биржевыхъ сдѣлокъ. Непосредственное обращеніе къ суду, безъ предварительнаго разсмотрѣнія спора въ совѣтѣ отдѣла, грозитъ виновному исключеніемъ изъ числа членовъ отдѣла (п. 7 Правилъ, утвержденныхъ 10 января 1901 года).

Биржевымъ маклерамъ болѣе не предоставляется права посредничать при совершеніи фондовыхъ или валютныхъ сдѣлокъ: Положеніе предусматриваетъ фондовыхъ маклеровъ, назначаемыхъ министромъ, по представленію совѣта, изъ числа членовъ отдѣла, русскихъ подданныхъ. Имъ воспрещается совершать сдѣлки за свой счетъ, они вносятъ залогъ, отвѣчаютъ за исполненіе сдѣлокъ, заключенныхъ при ихъ посредствѣ, и ведутъ книги согласно ст. 633—643 Уст. торг. Фондовые маклера заключаютъ сдѣлки по приказамъ, полученнымъ въ биржевомъ собраніи отъ дѣйствительныхъ членовъ отдѣла и отъ постоянныхъ посѣтителей отдѣла. Дѣйствительные же члены отдѣла, не принадлежащіе къ числу фондовыхъ маклеровъ, могутъ заключать сдѣлки лично или черезъ своихъ уполномоченныхъ.

Правила для совершенія сдѣлокъ были выработаны впослѣдствіи—въ 1907 году. Они раздѣляются на двѣ части: часть первая—о сдѣлкахъ съ иностранной валютой, и вторая—сдѣлки съ фондами и акціями. Правилами устанавливаются общія условія: сдѣлки могутъ быть или на наличную валюту, или на наличныя бумаги, или со сдачей въ условленный срокъ. Остальные виды биржевыхъ сдѣлокъ на фондовомъ отдѣлѣ петроградской биржи, какъ не вошедшія въ правила, должны почитаться недозволенными. Правила для срочныхъ сдѣлокъ, одинаковыя для валютныхъ и фондовыхъ сдѣлокъ, предусматриваютъ сдѣлки на опредѣленное число, на первую или вторую половину мѣсяца, на одинъ и нѣсколько полныхъ мѣсяцевъ, на медіо или на ультимо. Объ условіяхъ сдѣлки составляется маклерская записка, въ двухъ экземплярахъ, скрѣпленная подписями на одной—покупателя, на другой—продавца. Сдача по сдѣлкѣ на опредѣленное число происходитъ въ условленный день или наканунѣ его, если день не биржевой, безъ предварительнаго увѣдомленія. По сдѣлкамъ на

первую или вторую половину мѣсяца сдача совершается по письменному заявленію, сдѣланному согласно условію сдѣлки, продавцемъ или покупателемъ за пять дней до сдачи во время отъ 10 до 3 час. дня. Дни расчета по сдѣлкамъ на медіо и ультимо устанавливаются на цѣлый годъ впередъ и вносятся въ биржевой табельный календарь.

На одинъ и тотъ же день сдачи и расчета, по одной и той же маклерской запискѣ могутъ быть заявляемы къ сдачѣ, не болѣе 5.000 фунтовъ стерлинговъ, 125.000 франковъ, 100.000 марокъ германскихъ, 60.000 гульденовъ голландскихъ.

Порядокъ сдачи цѣнныхъ бумагъ въ общемъ тотъ же, что и валюты; но есть и рядъ особенностей: при сдѣлкахъ срочныхъ съ процентными бумагами проценты по купону по день сдачи насчитываются въ пользу продавца, по дивиденднымъ — купонъ принадлежитъ покупателю со дня совершенія сдѣлки; ему же принадлежитъ и право на полученіе новыхъ акцій. Бумаги должны быть сдаваемы годными къ обращенію, въ неповрежденномъ видѣ, со счетомъ, подписаннымъ маклеромъ, въ помѣщеніи покупателя. При сдачѣ именныхъ бумагъ только послѣдняя передаточная надпись можетъ быть бланковая. Бумаги сопровождаются объявленіемъ о передачѣ. Процентныя бумаги могутъ быть сдаваемы и безъ текущаго купона, тогда какъ дивидендныя должны имѣть послѣдній купонъ. Бумаги поврежденныя могутъ быть не приняты, въ чемъ отказавшій въ пріемѣ обязанъ выдать удостовѣреніе для возбужденія дѣла объ освидѣтельствованіи бумагъ особой комиссіей [1]) и требованія возмѣщенія убытковъ въ случаѣ недостаточнаго основанія къ отклоненію.

Вопросомъ о составленіи котировки много занимались въ совѣтѣ фондоваго отдѣла, и почти черезъ пять лѣтъ послѣ изданія правилъ для сдѣлокъ, въ 1912 году вышли „Правила для доставленія въ котировальную Комиссію данныхъ, необходимыхъ для составленія котировки“.

Котировка составляется на основаніи заявленій какъ дѣйствительныхъ членовъ фондоваго отдѣла, такъ и фондовыхъ маклеровъ; первые имѣютъ право, а вторые и обязаны доставлять свѣдѣнія и притомъ обо всѣхъ совершенныхъ ими сдѣлкахъ. Въ этихъ заявленіяхъ указывается количество, или сумма, наименованіе цѣнностей и курсъ, по которому сдѣлка совершена.

[1]) Дѣйствующей на основаніи „Правилъ объ организаціи и дѣятельности комитета по опредѣленію годности процентныхъ бумагъ къ обращенію“, утвержденныхъ общ. собр. гласныхъ С.-Петербургской биржи 18 февраля 1886 года.

Для полученія права котировки сдѣлки съ валютой, необходимо, чтобы ея сумма была не менѣе 5.000 фунтовъ стерлинговъ, 100.000 марокъ германскихъ, 125.000 франковъ, 60.000 гульденовъ голландскихъ, 125.000 кронъ австрійскихъ и 90.000 кронъ датскихъ. Для котировки цѣнныхъ бумагъ для сдѣлокъ крупныхъ требуется сумма не менѣе 10.000 рублей дѣйствительныхъ или 100 акцій, курсовая стоимость которыхъ не менѣе 100 рублей каждой, для котировки же сдѣлки мелкой требуются суммы, въ десять разъ меньшія. Заявленія опускаются въ ящикъ до $1^1/_4$ ч. дня, послѣ чего, по наступленіи указаннаго момента, разсматриваются комиссіей.

Комиссія постановляетъ свои рѣшенія простымъ большинствомъ голосовъ, имѣетъ право не принимать во вниманіе заявленія о сдѣлкахъ, вызывающихъ сомнѣніе въ соотвѣтствіи ихъ съ дѣйствительною биржевою стоимостью бумаги, и ея постановленія обжалованію не подлежатъ.

Особый интересъ представляетъ порядокъ котированія курса продавцевъ и покупателей, когда сдѣлка не состоится. Въ этомъ случаѣ дѣйствительный членъ фондоваго отдѣла обязанъ заявить, не позже $12^3/_4$ ч. дня, лично члену котировальной комиссіи, что онъ ищетъ или предлагаетъ на извѣстную сумму бумагъ или извѣстное количество валюты, на условіяхъ, установленныхъ для крупныхъ сдѣлокъ, по извѣстному курсу. Если до 1 часу дня приказъ остается неисполненнымъ, то это подтверждается письменнымъ заявленіемъ дѣйствительнаго члена; онъ продолжаетъ быть обязаннымъ контрагентомъ по этой сдѣлкѣ до $1^1/_2$ ч. дня. Затѣмъ его заявленіе служитъ для составленія котировки курса покупателей или продавцевъ.

Въ развитіе ст. 59 правилъ для фондоваго отдѣла при петроградской биржѣ была издана инструкція котировальной комиссіи при фондовомъ отдѣлѣ, руководствованіе которою было разрѣшено министромъ финансовъ.

По этой инструкціи котировальная комиссія состоитъ изъ тринадцати членовъ, кромѣ предсѣдателя, избираемаго совѣтомъ отдѣла изъ числа членовъ совѣта отдѣла, срокомъ на одинъ годъ, и двухъ представителей отъ министерства финансовъ. Члены котировальной комиссіи и кандидаты къ нимъ избираются совѣтомъ отдѣла изъ числа дѣйствительныхъ членовъ, по преимуществу маклеровъ, срокомъ на два года. На котировальную комиссію возлагаются:

а) составленіе биржевого бюллетеня;

б) наблюденіе за достовѣрностью представляемыхъ въ комиссію маклерами и прочими дѣйствительными членами заявленій о котированіи цѣнностей и за соотвѣтствіемъ показанныхъ въ заявленіяхъ курсовъ дѣйствительному положенію рынка, а также представленіе ежемѣсячно совѣту списка лицъ, заявленія коихъ не были приняты во вниманіе при составленіи биржевого бюллетеня, съ указаніемъ количества такихъ заявленій;

в) наблюденіе за точнымъ исполненіемъ маклерами обязанностей по доставленію котировальной комиссіи заявленій о всѣхъ заключенныхъ при ихъ участіи биржевыхъ сдѣлкахъ;

г) обозрѣніе, въ случаѣ надобности, записныхъ книжекъ маклеровъ, безъ обнаруженія, однако, именъ кліентовъ маклера;

д) представленіе совѣту фондоваго отдѣла о необходимости принятія мѣръ, указанныхъ въ ст. 7, п. Б, утвержденныхъ министромъ финансовъ 10 января 1901 года правилъ для фондоваго отдѣла при С.-Петербургской биржѣ, въ случаѣ подачи недобросовѣстныхъ заявленій въ комиссію о котированіи курсовъ на валюту или на бумаги;

е) представленіе совѣту фондоваго отдѣла предположеній объ измѣненіи или дополненіи формы биржевого бюллетеня, а равно способовъ, формъ и средствъ приведенія въ извѣстность цѣнъ на цѣнныя бумаги и валюту;

ж) представленіе совѣту фондоваго отдѣла о назначеніи ревизіи книгъ маклеровъ и о принятіи мѣръ, указанныхъ въ п. 9 ст. VIII, отд. Б. Выс. утв. 27 іюня 1900 года положенія комитета министровъ объ образованіи на С.-Петербургской биржѣ фондоваго отдѣла;

з) представленіе на утвержденіе совѣта сотрудниковъ котировальной комиссіи, избираемыхъ изъ состава маклеровъ на шесть мѣсяцевъ;

и) представленіе совѣту заключеній по всѣмъ дѣламъ и вопросамъ, относящимся до правъ и обязанностей маклеровъ, формы и способа составленія биржевого бюллетеня и способовъ, формъ и средствъ приведенія въ извѣстность цѣнъ на цѣнныя бумаги и валюту (ст. 7 Инструкціи).

Изъ приведеннаго перечня видно, что котировальная комиссія, кромѣ своей прямой задачи—составлять биржевой бюллетень,—имѣетъ еще рядъ другихъ функцій административнаго характера: это есть правая рука совѣта въ области надзора за маклерами, особенно въ дѣлѣ борьбы съ фиктивными сдѣлками.

Остальныя статьи Инструкціи повторяютъ въ подробностяхъ уже извѣстныя намъ положенія о котировкѣ сдѣлокъ съ валютою и цѣнными бумагами и курсовъ покупки и продажи.

Высочайше утвержденнымъ 12 іюня 1902 года мнѣніемъ Государственнаго Совѣта была опредѣлена отвѣтственность лицъ, ходатайствовавшихъ о допущеніи бумагъ къ котировкѣ и представившихъ при этомъ невѣрныя свѣдѣнія.

На основаніи этого мнѣнія, было сдѣлано примѣчаніе къ ст. 657 (прим. 1) Уст. Торг. по прод. 1906 года, и были составлены правила о допущеніи бумагъ къ котировкѣ на фондовомъ отдѣлѣ С.-Петербургской биржи, утвержденныя министромъ финансовъ 5 сентября 1902 года. Мы коснемся здѣсь лишь въ общихъ чертахъ этихъ правилъ, такъ какъ вопросу о допущеніи цѣнныхъ бумагъ на биржу [1]) посвящена спеціальная статья. По этимъ правиламъ государственныя и правительствомъ гарантированныя бумаги включаются въ котировку по распоряженію министра финансовъ, закладные листы частныхъ земельныхъ банковъ, облигаціи городовъ и городскихъ кредитныхъ обществъ—по постановленію совѣта фондоваго отдѣла, на основаніи ходатайствъ правленій банковъ, кредитныхъ обществъ и городскихъ управленій съ указаніемъ цѣли и законодательныхъ или иныхъ основаній выпуска; остальныя бумаги выпускаются съ соблюденіемъ ст. 2—13 этихъ правилъ. Ими устанавливается минимальная общая сумма нарицательнаго капитала предлагаемой къ котировкѣ бумаги въ 500.000 рублей; требованіе свѣдѣній, допущена-ли бумага къ котировкѣ на другихъ биржахъ или послѣдовалъ отказъ; акта, на основаніи котораго бумага выпущена, образца бумаги, балансовъ, отчетовъ, копій съ протоколовъ общихъ собраній за послѣдніе три года или за все время существованія, если предпріятіе существуетъ менѣе трехъ лѣтъ; денегъ на публикаціи объявленій и проспекта; обязательства правленія учрежденія, выпустившаго бумагу, доставлять совѣту на будущее время отчеты учрежденія и копіи протоколовъ общихъ собраній и—требованіе проспекта, подписаннаго тѣми же двумя лицами, которыя подписали ходатайство о допущеніи бумаги къ котировкѣ. Статья 5 опредѣляетъ условія, которымъ проспектъ долженъ удовлетворять: содержать въ себѣ свѣдѣнія какъ о финансовомъ положеніи предпріятія, такъ и о нарицательной суммѣ предлагаемой въ первомъ биржевомъ собраніи, о нарицательной суммѣ, бумагъ,

[1]) См. ниже статью *А. Н. Зака.* *Прим. ред.*

предлагаемыхъ къ обращенію на биржѣ, и о курсѣ, по которому бумага будетъ предложена на первомъ собраніи; къ проспекту должны быть приложены документы, подтверждающіе полноту и точность содержащихся въ проспектѣ данныхъ. Если дѣло идетъ о превращеніи существующаго предпріятія въ новую акціонерную фирму, то требуется опись переданныхъ имуществъ и оцѣнка ихъ, а также списокъ учредителей.

Въ этомъ вопросѣ—о допущеніи къ котировкѣ—министерство финансовъ создало себѣ позицію, обезпечивающую возможность энергичнаго вмѣшательства въ необходимыхъ случаяхъ: хотя ст. 12 правилъ и устанавливаетъ окончательность и безапелляціонность постановленій совѣта фондоваго отдѣла по вопросу о допущеніи бумаги къ котировкѣ, тѣмъ не менѣе представителямъ министерства, обоимъ вмѣстѣ и каждому въ отдѣльности, предоставлено право принесенія протеста министру финансовъ на постановленіе совѣта, причемъ, впредь до разрѣшенія спорнаго вопроса, исполненіе постановленія совѣта пріостанавливается.

Правила эти находятся подъ сильнымъ вліяніемъ германскаго законодательства о биржѣ, какъ это уже было замѣчено ранѣе.

Такова организація крупнѣйшей и единственной по своему значенію петроградской фондовой биржи.

Фондовая биржа нашей первоначальной столицы—Москвы—не отличается значительно отъ типа провинціальныхъ фондовыхъ биржъ, находящихся, какъ общее правило, подъ вліяніемъ петроградской биржи въ такой степени, что только въ отношеніи къ мѣстнымъ цѣнностямъ и валютѣ замѣтна самостоятельность.

Кромѣ уже выше отмѣченной причины — признанія за курсами петроградской биржи оффиціальнаго значенія на пространствѣ всей Россіи, — къ причинамъ, усиливающимъ ея значеніе, въ частности въ ущербъ значенію московской биржи, нужно отнести вліяніе сѣти отдѣленій коммерческихъ банковъ, имѣющихъ свои центральныя учрежденія въ Петроградѣ.

Еще въ концѣ восемнадцатаго столѣтія биржа въ Москвѣ признавалась существующей. Но началомъ существованія биржи въ Москвѣ, считается дата 8 ноября 1839 года такъ какъ, до этого времени отмѣчались только вексельные курсы гофъ-маклеромъ, не имѣвшимъ къ биржѣ никакого отношенія. Высочайше утвержденнымъ 16 ноября 1837 года мнѣніемъ Государственнаго Совѣта на московскій биржевой комитетъ были распространены правила, изданныя для петроградскаго. Дѣйствія свои москов-

скій биржевой комитетъ открылъ 11 ноября 1839 года подъ предсѣдательствомъ „Градскаго главы, дворянина и временно московскаго первостатейнаго купца Валентина Алексѣевича Куманина“ [1])

Уставъ свой московская биржа получила въ 1870 году. Московское купечество, недовольное своимъ безправнымъ положеніемъ, возбудило въ 1869 году, 14 марта, передъ Биржевымъ комитетомъ ходатайство о необходимости образованія изъ среды купечества комиссіи для выработки, совмѣстно съ комитетомъ, проекта устава биржъ. Проектъ былъ выработанъ, 18 ноября 1870 года представленъ въ министерство финансовъ, и положеніе Комитета Министровъ было удостоено 20 ноября 1870 года Высочайшаго соизволенія.

Московская биржа осталась въ томъ видѣ, какъ она была конституирована по уставу 1870 года [2]). Этотъ уставъ представляетъ собою первую сводку законоположеній, относившихся къ петроградской биржѣ, послѣ изданія положенія о маклерахъ 1831 года и устава с.-петербургской биржи 1832 года, и этихъ послѣднихъ. До изданія этого устава на московскую биржу распространялось дѣйствіе правилъ, изданныхъ для биржи петроградской [3]), законодательство о которой попрежнему осталось источникомъ для составленія уставовъ провинціальныхъ биржъ.

Составъ московскаго биржевого общества опредѣляется гораздо шире: производящія торговлю по купеческимъ свидѣтельствамъ на московской биржѣ физическія и юридическія лица, внесшія установленный взносъ за право посѣщенія—лица, производящія торговлю оптовую по свидѣтельствамъ перваго разряда на торговыя предпріятія, владѣльцы промышленныхъ предпріятій, торгующіе произведеніями своего промысла, и скупщики сельскохозяйственныхъ продуктовъ и животныхъ, имѣющіе промысловыя свидѣтельства не ниже V разряда на промышленныя предпріятія.

Биржевое общество избираетъ изъ своей среды выборныхъ московскаго биржевого общества въ числѣ 100 человѣкъ и 30 къ нимъ кандидатовъ; исполнительнымъ ихъ органомъ является

---

[1]) Московская Биржа 1839—1889. Москва 1889 г., стр. 19.

[2]) П. С. З. 1870 г., № 48159, дополненъ и измѣненъ въ 1872, 1873, 1875 и 1876 г.г.

[3]) Согласно постановленіямъ московскаго Биржевого Комитета отъ 11, 18 и 25 ноября 1839 года.

Биржевой Комитетъ, избираемый собраніемъ выборныхъ на три года въ составѣ предсѣдателя и пяти членовъ. Кромѣ того, при московской биржѣ функціонируетъ рядъ постоянныхъ комиссій (ст. 24 и 26, прим. 2), въ томъ числѣ котировальная комиссія для хлопка и для фондовъ и банковая для совѣщаній по дѣламъ кредитныхъ установленій Москвы. Имѣется также комиссія для составленія бюллетеней о справочныхъ цѣнахъ, распадающаяся на 10 подкомиссій по каждой группѣ товаровъ отдѣльно.

Московская биржа — биржа по преимуществу товарная хлопковая. На ней обращается теперь нѣсколько мѣстныхъ цѣнностей, совершаются валютныя сдѣлки, обращается рядъ желѣзнодорожныхъ акцій обществъ, опирающихся на мѣстныя финансовыя группы, да нѣкоторыя промышленныя и нефтяныя. Самостоятельнаго же значенія московская фондовая биржа не пріобрѣла: она находится всецѣло подъ вліяніемъ петроградской, чему не мало способствовало улучшеніе средствъ сообщенія Москвы съ Петроградомъ.

Въ то время, когда на петроградской биржѣ уже совершались сдѣлки съ фондами, на московской таковыхъ еще не существовало. Въ 1847 году московскіе маклеры отозвались на приглашеніе гофъ-маклера доставлять свѣдѣнія о цѣнахъ на акціи и о денежномъ курсѣ такъ: „въ Москвѣ банкирскихъ домовъ, которые бы постоянно занимались курсовыми дѣлами, не находится, а въ посылаемыхъ заграничныхъ векселяхъ и прочихъ разсчетахъ московское купечество сообразуется съ курсомъ, означаемымъ въ „СПБ. Коммерческой Газетѣ“; акцій же при московской биржѣ не продается и не покупается“ [1]).

Въ началѣ 1864 года въ Москвѣ еще не было въ обычаѣ совершать сдѣлки съ процентными бумагами на биржѣ. Кредитная Канцелярія предложила, въ 1865 году, отмѣчать цѣны на внутренній заемъ, на что Биржевой Комитетъ въ мартѣ слѣдующаго года писалъ въ отвѣтъ, что „курсы на московской биржѣ постоянно соотвѣтствуютъ курсамъ С.-Петербургской, а фонды такъ рѣдко обращаются на биржѣ, что нѣтъ возможности послѣ каждаго собранія доставлять объ оныхъ свѣдѣнія“.

Но въ 1869 году Биржевому Комитету приходится уже принимать мѣры противъ распространенія биржевой игры, какъ уже было упомянуто, закончившейся биржевымъ кризисомъ. Потре-

[1]) Журналъ Московскаго Биржевого Комитета отъ 20 декабря 1847 г.

бовалось составленіе ежедневной котировки и принятія административныхъ мѣръ противъ сходокъ лицъ, принадлежавшихъ къ самымъ различнымъ слоямъ общества, въ одномъ помѣщеніи на Чижевскомъ Подворьѣ и въ домѣ Грузинской Царевны.

Съ этого времени сдѣлки съ фондами и акціями составляютъ явленіе, обычное на московской биржѣ.

Къ началу 1914 года въ котировку московской биржи было ло введено свыше 120 наименованій цѣнныхъ бумагъ съ постояннымъ доходомъ и около 80 наименованій дивидендныхъ бумагъ. Кромѣ бумагъ, введенныхъ въ котировку другихъ баржъ, въ томъ числѣ и петроградской, на московской биржѣ котируется до 12 наименованій акцій мѣстныхъ предпріятій[1]).

Что же касается оборотовъ, то сдѣлки на московской биржѣ совершаются съ весьма небольшимъ количествомъ изъ введенныхъ въ котировку бумагъ. Отчасти это потому, что среди акцій много находящихся въ крѣпкихъ рукахъ или акцій семейныхъ предпріятій, среди-же облигацій много такихъ, которыя введены въ котировку, въ соотвѣтствіи съ директивами финансоваго вѣдомства, и мѣстнаго рынка не имѣютъ.

Изъ провинціальныхъ биржъ—одесская, варшавская, рижская, харьковская и кіевская ведутъ торговлю фондами. На нихъ нѣтъ спеціальнаго отдѣла, подобнаго фондовому отдѣлу петроградской биржи, ихъ обороты незначительны. Единственно только—одесская биржа ведетъ сколько-нибудь самостоятельное существованіе, остальныя же находятся въ сферѣ воздѣйствія или петроградской или, какъ въ случаѣ варшавской биржи, непосредственно берлинской, отъ которой зависитъ и вообще рынокъ капиталовъ въ Западномъ краѣ, особенно въ лодзинскомъ раіонѣ.

По своимъ порядкамъ и организаціи къ типу петроградской дореформенной биржи, а слѣдовательно и теперешней московской, сохранившей въ своей организаціи принципъ широкаго самоуправленія, ближе всего подходитъ биржа кіевская, а по значенію въ торговлѣ фондами и валютой—биржа одесская.

Одесская биржа основана еще въ 1796 году. Ея первый уставъ былъ опубликованъ 20 іюля 1848 года[2]). Тогда же были опубликованы и статьи, относящіяся къ дѣятельности маклеровъ.

Одесская биржа по преимуществу—хлѣбная. Но примитивность нашей биржевой торговли хлѣбомъ, не достигшей чистой формы биржевой торговли по выработаннымъ типамъ, передви-

[1]) „Русскія биржевыя цѣнности“ 1914—1915 г. стр. 85.
[2]) П. С. З. № 22459.

гала дѣятельность маклеровъ изъ биржевого зала въ конторы маклеровъ и развивала, въ данномъ случаѣ уже не незаконное, а свободное маклерство, только въ случаѣ мнительности кліента, прибѣгавшее къ оффиціальной маклерской запискѣ.

Фрахтованіе и дѣятельность диспашеровъ, а также мѣстный рынокъ валюты находится въ связи съ развитіемъ отпускной внѣшней торговли, преимущественно зерномъ.

Въ 1825 году въ „Коммерческой Газетѣ“, издававшейся Департаментомъ Внѣшней Торговли, уже помѣщались курсы одесской биржи на переводные векселя на европейскія банковыя мѣста. Съ ранней поры Одесса знала, не исчезнувшія и до сего времени, арбитражныя сдѣлки по векселямъ и имѣла свое почтенное сословіе мѣнялъ, изъ котораго произошелъ рядъ извѣстныхъ крупныхъ финансовыхъ дѣятелей.

На одесской биржѣ торговля фондами не отличалась тѣми размѣрами, какъ на петроградской биржѣ, но шла весьма самостоятельно, особенно въ ранній періодъ ея дѣятельности. Сдѣлки-же съ валютой, какъ результатъ экспорта хлѣба, имѣли вліяніе и на курсы петроградской биржи.

Торговля фондами регулируется такъ называемыми „Одесскими биржевыми правилами для сдѣлокъ по покупкѣ и продажѣ цѣнныхъ бумагъ, золотой валюты, траттъ и тому подобныхъ цѣнностей“.

Этими правилами устанавливается право совершать сдѣлки безъ посредства маклеровъ только для владѣльцевъ или представителей дѣйствующихъ въ Россіи торговыхъ, промышленныхъ и банкирскихъ предпріятій. Остальнымъ маклеръ въ моментъ совершенія сдѣлки вручаетъ краткія записки лишь за своей подписью, а затѣмъ уже составляетъ подробную записку съ указаніемъ условій сдѣлки, курса, срока и способа расчета за подписями своею и обѣихъ сторонъ. Въ дальнѣйшемъ правила касаются условій сдачи цѣнныхъ бумагъ. Сообразно большому значенію сдѣлокъ съ валютой, правила посвящаютъ много вниманія этому вопросу. При сдѣлкахъ на срокъ со сдачей по договору требуется извѣщеніе о днѣ сдачи за три дня, что соотвѣтствуетъ большей живости оборота на одесской биржѣ. Взаимныя сдѣлки на срокъ по продажѣ однородныхъ векселей на одни и тѣ же сроки обязательно компенсируются; въ нихъ устанавливается также отвѣтственность сторонъ въ случаѣ неисполненія сдѣлки, и по всѣмъ спорамъ по толкованію и примѣненію этихъ правилъ устанавливается юрисдикція арбитражной комиссіи.

Слабое развитіе торговли фондами на мѣстахъ, какъ уже было отмѣчено выше, должно быть поставлено въ связь съ развитіемъ сѣти отдѣленій банковъ въ провинціи, стягивающихъ приказы на покупку и продажу изъ обширныхъ раіоновъ и тѣмъ отнимающихъ отъ мѣстнаго рынка необходимый матеріалъ для его развитія.

Съ другой стороны, опека въ отношеніи къ широкой публикѣ со стороны власти существеннымъ образомъ ограничиваетъ кругъ участниковъ биржевыхъ собраній изъ боязни вредныхъ послѣдствій для народнаго хозяйства. Это не даетъ возможности образоваться на нашихъ фондовыхъ биржахъ кулиссѣ. Теперь кулисса—самый эластичный элементъ парижской биржи, элементъ, безъ котораго не могутъ обойтись и самые крупные банковые институты Франціи,—загнана у насъ въ подполье кофеенъ и „американокъ“, терпимыхъ поневолѣ, — имъ банки иногда отводятъ особыя комнаты въ своихъ помѣщеніяхъ, такъ какъ иначе ихъ публика заполняетъ операціонный залъ и корридоры; или же наша кулисса дѣлаетъ свои дѣла прямо подъ открытымъ небомъ. Этимъ наносится еще большій вредъ правильной торговлѣ фондами и всей биржевой дѣятельности.

Биржа, лишенная кулиссы, всегда парадоксальна. Она подобна арміи, не имѣющей тыла: ей неоткуда черпать новыя силы и некуда сдать своихъ раненыхъ.

Литература: *А. Тимофѣевъ.* Исторія С.-Петербургской биржи (Юбилейное изданіе). СПБ. 1903.—*А. С. Невзоровъ.* Русскія биржи. 1898—1901.—*Л. Н. Нисселовичъ.* О биржахъ, биржевыхъ установленіяхъ и мѣрахъ ограниченія биржевой игры. СПБ. 1879.—*Московская Биржа,* 1839—1889 (Юбилейное изданіе). Москва 1889.—*В. А. Гетцъ.* С.-Петербурская Биржа 1913 г.—Правила сдѣлокъ по покупкѣ и продажѣ цѣнныхъ бумагъ, золота, серебра, таможенныхъ купоновъ и иностранныхъ переводныхъ векселей, установленныя собраніемъ выборныхъ Московскаго Биржеваго Общества 6 іюля 1891 г. и 30 декарбя 1892 г.—*К. А. Новицкій.* Сборникъ биржевыхъ узаконеній и уставовъ биржъ Россійской Имперіи, СПБ. 1871. —*Г. А. Немировъ.* Опытъ исторіи С.-Петербургской биржи въ связи съ исторіей С.-Петербурга, какъ торговаго порта. СПБ. 1893.— Биржевая реформа въ Германіи, *Вѣстникъ Европы,* 1896 г. кн. VII.—*А. Дмитріевъ.* Биржа, биржевые посредники и биржевыя операціи. СПБ. 1863.—О спекуляціи и барышничествѣ акціями и фондами вообще на биржѣ, и въ особенности въ С.-Петербургѣ. *Труды Императорскаго Вольно-Экономическаго Общества,* 1869 г. т. III.— Русскія биржевыя цѣнности 1914—1915 г.г., подъ ред. проф. *М. И. Боголѣпова.* СПБ. 1915.

Ростъ петроградской фондовой биржи.

Статья **И. И. Левина.**

Настоящая статья, дополняя предыдущую, является попыткой обозрѣть эволюцію петроградской биржи, бросить взглядъ на ея значеніе въ прошломъ и сравнить его съ настоящимъ, выяснить ея связь съ народнымъ хозяйствомъ прежде и теперь.

Для этого намъ нѣтъ надобности изслѣдовать „древніе вѣка“ петроградской биржи: основанная въ 1703 году (одна изъ самыхъ раннихъ въ Европѣ оффиціально утвержденныхъ биржъ), петроградская биржа стала, дѣйствительно, *фондовой биржей* лишь съ середины XIX вѣка. На Западѣ фондовыя биржи были, правда, болѣе ранняго происхожденія. Блестящія изслѣдованія Ehrenberg'a рисуютъ намъ еще въ эпоху Фуггеровъ наличность міровыхъ биржъ. Подробное описаніе биржевой спекуляціи ранняго періода мы встрѣчаемъ у замѣчательнаго писателя—переселившагося въ Амстердамъ португальскаго еврея Don Joseph de la Vega, опубликовавшаго въ 1688 году свое произведеніе, являющееся, по характеристикѣ Ehrenberg'a, и до сихъ поръ едва ли не лучшимъ описаніемъ биржевыхъ операцій.

Въ Россіи развитіе запоздало. И это вполнѣ понятно: внѣ развитого денежнаго хозяйства биржа не можетъ существовать. Какъ рыба въ водѣ и человѣкъ въ воздухѣ, она нуждается, какъ въ предпосылкѣ, въ мѣновомъ хозяйствѣ, основанномъ на денежномъ оборотѣ. Послѣднее, однако, въ Россіи, наростая непрерывно въ своемъ значеніи въ концѣ XVIII и въ первой половинѣ XIX в., свою окончательную, оффиціальную побѣду завершило лишь въ 60-ыхъ годахъ прошлаго вѣка.

До начала XIX вѣка петроградская биржа носила почти исключительно товарный характеръ. Нетоварныя сдѣлки были только съ иностранной валютой и монетами. Въ первомъ выпускѣ ежегодныхъ отчетовъ таможеннаго вѣдомства, изданномъ подъ названіемъ „Государственная торговля за 1802 годъ въ разныхъ ея видахъ“, помѣщена въ концѣ особая таблица подъ заглавіемъ

„Санктпетербургскій вексельный курсъ въ 1802 г.“, изъ которой мы видимъ, что двукратно въ недѣлю дѣлались биржевыя отмѣтки о существовавшей въ С.-Петербургѣ цѣнѣ червонцевъ и ефимковъ, о вексельномъ курсѣ на Амстердамъ, на Лондонъ, на Гамбургъ, на Вѣну и на Парижъ, а также о промѣнѣ золота и серебра. Но въ то время не было еще въ Россіи и объектовъ фондоваго оборота: акціонерныхъ компаній не существовало, а государственный долгъ выражался въ бумажныхъ деньгахъ. Появленіе въ Россіи процентныхъ бумагъ связано съ внутренними займами наполеоновской эпохи и послѣдующихъ лѣтъ (1809, 1811, 1817, 1818). Въ меньшей степени, чѣмъ на Западѣ, но и въ Россіи биржа развивалась вмѣстѣ съ развитіемъ государственнаго кредита, по мѣрѣ накопленія капиталовъ въ странѣ и образованія внутренняго рынка для государственныхъ займовъ. Тѣмъ не менѣе, до 60-хъ годовъ государственный долгъ давалъ матеріалъ преимущественно заграничнымъ биржамъ, такъ какъ почти вся масса займовъ заключалась на внѣшнихъ рынкахъ [1]).

Постепенно возникалъ и оборотъ съ акціями и облигаціями. Однако, до 50-хъ годовъ число акціонерныхъ предпріятій было незначительно, обороты съ акціями ничтожны. Приблизительно съ 1856 г. начался періодъ акціонернаго учредительства. Вотъ нѣсколько цифръ-иллюстрацій:

Капиталъ вновь основанныхъ акціонерныхъ компаній:

составлялъ	1856 г.	15	милл. рублей.
„	1857 „	300	„ „
„	1858 „	51	„ „
„	1859 „	67	„ „

Отдѣльные моменты этого подъема отличались чрезвычайной горячкой. Мы имѣемъ свидѣтельство Н. Х. Бунге, который говоритъ, что въ 1858 г. „подписка на акціи общества с.-петербургскихъ водопроводовъ представила картину, о которой у насъ имѣли понятіе лишь по разсказамъ европейскихъ журналовъ 1853—1854 годовъ,—картину крайняго увлеченія и ажіотажа“ [2]).

Послѣ трехъ лѣтъ оживленія въ акціонерномъ дѣлѣ, 1859 г. принесъ съ собой нѣкоторый отливъ, реакцію. Зато 60-ые годы означаютъ уже новую эпоху въ развитіи нашего народнаго хо-

---

[1]) Не вполнѣ точные подсчеты *В. Прокшинскаго* (Биржевой законъ 1900 г., „Народное хозяйство“, 1902 г. кн. VII, стр. 117) устанавливаютъ, что изъ $1^1/_2$ съ лишнимъ милліардовъ рублей меньше 100 милліоновъ было размѣщено въ Россіи.

[2]) Журналъ для акціонеровъ, 1860, № 194.

зяйства. Переживая въ общемъ въ извѣстной мѣрѣ остатки натуральнаго хозяйства, Россія оказалась въ то же время втянутой въ міровой подъемъ, пріобщилась частью своей къ успѣхамъ, достигнутымъ наиболѣе развитыми хозяйственно странами того времени. По удачному выраженію П. Б. Струве [1]), „на Россію надвинулась западно-европейская техника во всѣхъ ея формахъ: въ формѣ техники промышленной и, въ особенности, въ формѣ техники транспортной и милитарной".

Созданіе желѣзныхъ дорогъ и банковъ потребовало громадныхъ капиталовъ, часть которыхъ нашлась внутри страны. Биржа стала собирать эти средства и размѣщать выпускаемыя цѣнности. По мѣрѣ проникновенія акціонерной формы въ промышленность, *биржа становится рынкомъ дивидендныхъ цѣнностей.* Она собираетъ капиталы теперь уже не только для государства, но и для предпринимателей, чему способствуетъ накопленіе капиталовъ въ странѣ. Биржа соединяетъ капиталиста и предпринимателя.

Юбилейное изданіе московской биржи констатируетъ, что „биржа въ теченіе многихъ лѣтъ ея устройства оставалась почти не посѣщаемой", „биржевой торговли фондами не существовало въ Москвѣ до 2-ой половины 60-хъ годовъ, такъ что въ началѣ 1864 г., на запросъ о цѣнѣ одной изъ процентныхъ бумагъ, биржевой комитетъ отзывался, что предъявленіе для продажи на здѣшней биржѣ бумагъ въ обыкновеніе еще не вошло" [2]). Но въ томъ же 1864 г. на московской биржѣ уже состоялись первыя эмиссіи—были открыты и прошли съ успѣхомъ подписки на паи Московскаго Купеческаго банка и на 1-ый выигрышный заемъ. Съ 1867 г. въ Москвѣ курсъ уже сталъ показываться въ еженедѣльныхъ прейсъ-курантахъ, съ 1869 г.—ежедневно, съ 1870 г. вводится ежедневная котировка [3]). Въ 1869 г. произошелъ у насъ и первый биржевой кризисъ—своего рода признакъ совершеннолѣтія. Нисселовичъ говоритъ даже о появившемся въ то время „русскомъ Джонѣ Ло" [4]). Современникъ утверждаетъ, что „1869 годъ С.-Петербургъ, по всей справедливости, можетъ назвать годомъ спекулятивнымъ. Одушевленіе, съ которымъ производились обо-

---

[1]) *П. Б. Струве.* Крѣпостное хозяйство, СПБ. 1913, стр. 155.

[2]) стр. 45.

[3]) Любопытно, что въ Петроградѣ котировки лишь съ 4 января 1884 г. стали печататься на русскомъ языкѣ (прежде на французскомъ).

[4]) *А. Нисселовичъ.* О биржахъ, биржевыхъ установленіяхъ и мѣрахъ ограниченія биржевой игры. СПБ. 1879.

роты бумажными цѣнностями, охватившее всѣ классы общества, распространялось, подобно заразительной эпидеміи [1]). Тотъ, кто вчера ѣздилъ на извощичьихъ дрожкахъ, обитая въ скромной меблированной комнаткѣ,—отправлялся на другой день, въ собственной коляскѣ, нанимать на лѣто комфортабельную дачу"... [2])

Эта спекуляція имѣла мѣсто, главнымъ образомъ, съ выигрышными билетами [3]), хотя подъемъ курсовъ охватилъ и дивидендныя цѣнности.

Въ то время, какъ въ Петроградѣ разыгрывалась эта спекуляція сосредоточившаяся въ Демутовскомъ Отелѣ, и въ Москвѣ образовались негласныя биржи для оборота съ цѣнностями: сначала на Чижовскомъ подворьѣ, а затѣмъ, послѣ закрытія ея генералъ-губернаторомъвъ 1870 г., въ домѣ Грузинской Царевны. Однако, и эту биржу постигла участь первой.

Ростъ оборотовъ и спекуляція, разроставшаяся параллельно развитію размѣщенія въ странѣ дивидендныхъ цѣнностей, продолжались, правда, не равномѣрно и постепенно, а толчками, быстрыми устремленіями впередъ, за которыми слѣдовала реакція. Періоды подъема смѣнялись застоемъ, оживленіе—кризисомъ. По мѣрѣ развитія денежнаго хозяйства въ Россіи и усиленія связи между Россіей и міровымъ хозяйствомъ смѣна цикловъ промышленнаго подъема въ Россіи стала все больше и больше приближаться и совпадать съ міровой хозяйственной конъюнктурой, наряду съ политическими событіями главнымъ образомъ опредѣляющей обычно биржевое настроеніе [4]).

Такъ, въ началѣ 70-хъ годовъ русскія биржи переживали оживленіе, закончившееся, какъ и въ Германіи, банковскими крахами (одно изъ главныхъ дѣйствующихъ лицъ этой эпопеи въ Германіи—Stroussberg, занесъ заразу въ Россію, перенесъ ее черезъ границу, связавъ со своими дѣлами и судьбой Московскій Ссудный Коммерческій банкъ). Такъ, общеевропейскія политическія событія обусловили въ 1876 г. паденіе цѣнъ.

Со второй половины 70-хъ годовъ начинается періодъ усиленнаго покровительства отечественной промышленности. Брандтъ отмѣчаетъ, что „таможенное покровительство дало сильный толчекъ развитію разныхъ отраслей промышленности, образованію многочисленныхъ акціонерныхъ компаній для эксплоатаціи при-

---

[1]) *Д. Д.* Наши бумажныя цѣнности. Спб. 1870, стр. 5.
[2]) Ibid. стр. 7.
[3]) Ibid. стр. 11.
[4]) См. ниже статью *W. Prion'a.*

родныхъ богатствъ страны, возникновенію многихъ новыхъ предпріятій, отчасти на собственныя средства, отчасти на капиталы, приливавшіе въ значительной мѣрѣ изъ-за границы“ [1]). Результаты сказались не тотчасъ же, а въ 80-хъ годахъ, когда значительно выросла промышленная Россія. Но непосредственно для биржи несравненно бо́льшее значеніе имѣли 90-ые годы.

Этотъ періодъ принесъ съ собой новое значительное расширеніе и укрѣпленіе биржи. Проведеніе въ жизнь протекціонистскаго таможеннаго тарифа, мѣры къ регулированію денежнаго обращенія, приливъ иностранныхъ капиталовъ, широкія реформы С. Ю. Витте, и—прежде всего—условія мірового рынка капиталовъ—все это создавало благопріятную почву для того пышнаго экономическаго расцвѣта, который въ сущности положилъ основу современной промышленной Россіи.

Въ 60-ые годы толчекъ былъ данъ желѣзнодорожнымъ учредительствомъ, спекуляціей на желѣзнодорожныя цѣнности. Теперь, въ 90-ые годы, снова ростъ желѣзнодорожной сѣти способствовалъ биржевому подъему, но уже не непосредственно: казна взяла въ свои руки желѣзныя дороги, а биржѣ оставалось лишь учитывать перспективы предпріятій, работающихъ на казну.

По даннымъ П. Х. Шванебаха, извлеченнымъ изъ „Собранія узаконеній и распоряженій правительства“, за 6-лѣтній періодъ 1894-1899 г.г. разрѣшено было открытіе 927 новыхъ акціонерныхъ компаній со складочнымъ капиталомъ въ 1149,6 милл. рубл.; сверхъ того, за тотъ же періодъ времени разрѣщены были дополнительные выпуски акцій и облигацій старымъ компаніямъ на сумму 270,9 милл. рубл. Разумѣется, не всѣ разрѣшенныя компаніи дѣйствительно возникли. Но и данныя о возникшихъ предпріятіяхъ наглядно показываютъ этотъ чрезвычайный ростъ. По даннымъ Брандта [2]), къ 1 января 1899 г. состояло акціонерныхъ предпріятій:

	Число	Акціонерный капиталъ въ милл. рублей
Возникшихъ до 1 января 1889 г. . .	504	912
Вновь возникшихъ за 10-лѣтній періодъ	677	825
Всего . .	1.181	1.737

Въ привлеченіи капиталовъ для этихъ предпріятій биржа сыграла уже крупную роль.

---

[1]) *Б. Ф. Брандтъ.* Торгово-промышленный кризисъ, ч. II, СПБ. 1904, стр. 10.

[2]) Op. cit., стр. 29.

Широкія перспективы развитія промышленности и доходности предпріятій съ одной стороны, переходъ широкихъ слоевъ населенія подъ вліяніемъ конверсій отъ твердопроцентныхъ бумагъ къ дивиденднымъ, съ другой, были причиной этому. Эта связь публики съ биржей вскорѣ создала бурный спекулятивный потокъ.

Естественно, биржа привѣтствовала новую эпоху hauss'ой по всей линіи. Конверсіи побудили искать болѣе выгоднаго помѣщенія капиталовъ. Къ этому еще присоединился законъ 8 іюня 1893 г., признавшій дозволенными всевозможныя биржевыя сдѣлки, за нѣкоторыми указанными въ законѣ исключеніями (на смѣну закона 1836 г., выступавшаго противъ азарта) и тѣмъ самымъ расширившій поле спекуляціи. Съ осени 1893 г. стала развиваться спекуляція. М. И. Туганъ-Барановскій такъ описываетъ этотъ періодъ: „Всякій петербуржецъ легко могъ убѣдиться, безъ помощи какихъ бы то ни было таблицъ, въ быстромъ развитіи биржевой игры. Достаточно было пройти мимо зданія петербургской биржи, вокругъ которой въ началѣ 90-хъ годовъ не замѣчалось никакого движенія и площадь передъ которой представляла собой подобіе пустыни, и посмотрѣть на нескончаемый рядъ экипажей, который теперь стоялъ у подъѣзда биржи въ часы биржевыхъ собраній, чтобы убѣдиться въ происшедшей перемѣнѣ. Страсть къ биржевой игрѣ охватила обширные круги общества; оффиціальная биржа не могла вмѣстить всѣхъ желавшихъ принять участіе въ биржевой вакханаліи, и нѣкоторые модные рестораны гостепріимно открыли свои двери для биржевыхъ игроковъ, для которыхъ на оффиціальной биржѣ не находилось мѣста“ [1]).

„За какія-нибудь 5 лѣтъ С.-Петербургская биржа измѣнилась до неузнаваемости и, сдѣлавшись крупнымъ дѣловымъ центромъ, начинаетъ втягивать въ свои операціи широкіе круги публики“ [2]).

„По словамъ старожиловъ, посѣщающихъ ежедневно биржу, такой крупной игры дивидендными бумагами промышленныхъ и кредитныхъ предпріятій, какая велась въ теченіе 1894 и 1895 годовъ, они не запомнятъ“ [3]).

Проф. В. Судейкинъ ярко рисуетъ, какъ въ періодъ 1894/95

---

[1]) *М. И. Туганъ-Барановскій.* Русская фабрика, СПБ. 1907, стр. 348.

[2]) *Б. Никольскій.* Причины колебанія курсовъ русскихъ государственныхъ бумагъ въ 1884—1904 г.г. СПБ. 1912, стр. 164.

[3]) *В. Судейкинъ.* Биржевая игра на Петербургской биржѣ. Журналъ Юрид. О-ва, Спб. 1897, кн. X.

г.г. на петербургской биржѣ были налицо и денежные капиталы, и армія жаждущихъ наживы, руководимыхъ вожаками-повышателями, работавшими при поддержкѣ банковъ [1]).

Биржевой кризисъ во второй половинѣ 1895 г. нѣсколько омрачилъ прежде ясный небосклонъ, охладилъ настроеніе. Однако, промышленный подъемъ продолжался, ободряя и вселяя все новыя и новыя надежды въ оптимистически настроенной биржѣ и ея кулиссѣ, которая начинала образовываться въ лицѣ широкихъ круговъ держателей дивидендныхъ бумагъ, втянутыхъ въ биржевой ажіотажъ.

Это благополучіе не могло, разумѣется, продолжаться безконечно. Наступилъ промышленный кризисъ, затянувшійся до конца столѣтія и захватившій начало новаго вѣка.

Дѣятельность петроградской биржи въ началѣ XX вѣка можетъ быть болѣе детально и полно освѣщена на основаніи архивныхъ матеріаловъ, недавно впервые опубликованныхъ, благодаря которымъ удалось установить емкость петроградской фондовой биржи за время съ 1899 по 1912 г. [2]).

Періодъ этотъ не умышленно выбранъ, а поставленъ внѣшними причинами, свойствомъ матеріала. Дѣло въ томъ, что впервые какая-либо регистрація допущеній цѣнностей къ котировкѣ начата у насъ въ декабрѣ 1898 г., когда гофъ-маклеръ петербургской биржи сталъ заносить эти данныя въ особую книгу. Эта книга ведется непрерывно съ 1899 г. Правда, ея свѣдѣнія нерѣдко неточны, не полны, трудно сравнимы, твердо установленныхъ положеній и правилъ въ основу веденія ея не положено. За первые годы она велась чрезвычайно небрежно. Заносились далеко не всѣ допущенія. Съ 1901 г., когда новыми правилами введеніе въ котировку передано Совѣту Фондоваго Отдѣла, свѣдѣнія означенной книги становятся болѣе примѣнимыми для использованія. Несмотря на всѣ свои недостатки, этотъ матеріалъ является однимъ изъ немногихъ источниковъ свѣдѣній за разсматриваемый періодъ. Къ счастью, этотъ періодъ охватываетъ частично промышленный циклъ конца XIX в. и даетъ намъ возможность сравнить подъемъ 1899 г. съ пережитымъ въ послѣднее время. Наблюденія за 13 лѣтъ—періодъ сравнительно небольшой—не даютъ мѣста обобщеніямъ, но тѣмъ не менѣе позволяютъ сдѣлать нѣкоторые выводы, сами напрашивающіеся

[1]) Ibid.

[2]) *И. И. Левинъ.* Петербургская биржа въ 1899—1912 и дивидендныя цѣнности, „Вѣстникъ Финансовъ", 1914, № 13.

и вытекающіе изъ сопоставленія цифръ. Въ упомянутой работѣ нами воспроизведены полностью таблицы, показывающія номинальныя цѣны выпускаемыхъ бумагъ и капитала бумагъ, допускаемыхъ ежегодно къ котировкѣ за періодъ 1899—1912 г.г., и указанъ методъ составленія и разработки ихъ. Мы ограничимся здѣсь лишь указаніемъ тѣхъ выводовъ, которые изъ означеннаго матеріала можно сдѣлать.

Данныя общей суммы допущеннаго къ котировкѣ капитала показываютъ сильное и систематическое паденіе послѣ 1899 г. Насталъ кризисъ, рынки сжались, биржи бездѣйствовали. Время войны и революціи сказалось штилемъ на биржѣ. Лишь въ 1909 г. наблюдается новое оживленіе, которое достигаетъ въ 1912 г. небывалой у насъ цифры допущенныхъ бумагъ въ 220 съ лишнимъ милліоновъ. Мы не знаемъ общей суммы эмиссій въ эпоху подъема 90-хъ годовъ; цифра 1899 г., однако, показываетъ, что онѣ далеко отставали отъ нынѣшнихъ.

Общая сумма допущеннаго къ котировкѣ капитала за каждый годъ:

Годы.	Рублей.	Годы.	Рублей.
1899	91.799.800	1906	24.589.000
1900	36.602.000	1907	22.400.000
1901	10.500.000	1908	17.967.600
1902	4.250.000	1909	40.819.200
1903	26.100.000	1910	124.145.964
1904	26.595.625	1911	69.999.900
1905	17.850.000	1912	221.794.900

Сказанное о связи между биржей и промышленнымъ подъемомъ подтверждаетъ и слѣдующая таблица, указывающая намъ число предпріятій, собиравшихъ капиталы на биржѣ.

Разрѣшено допустить къ котировкѣ акціи предпріятій (включая новые выпуски старыхъ предпріятій):

Годы.	Предпріятій.	Годы.	Предпріятій
1899	36	1906	7
1900	21	1907	7
1901	5	1908	6
1902	2	1909	13
1903	6	1910	25
1904	9	1911	22
1905	7	1912	47

Мы видимъ, какъ поднялась въ 1909 г. волна учредительства при помощи биржи. Но самый характеръ выпусковъ акцій

предпріятія, обращающагося за капиталомъ на биржу, нѣсколько измѣнился. Теперь это—выпускъ въ среднемъ въ 4—5 милліоновъ рублей, т. е. крупно-капиталистическаго предпріятія. Биржа предпочитаетъ крупное предпріятіе съ большимъ количествомъ бумажнаго матеріала для оборотовъ. Прежде 91 милл. р. распредѣлялся на 36 предпріятій, теперь 221—всего лишь на 47.

Средній размѣръ капитала каждаго выпуска:

Годы.	Рублей.	Годы.	Рублей.
1899	2.699.994	1906	3.512.714
1900	1.742.952	1907	3.200.000
1901	2.100.000	1908	3.094.600
1902	2.125.000	1909	3.139.938
1903	4.350.000	1910	5.065.838
1904	2.955.069	1911	3.181.813
1905	2.550.000	1912	4.719.040

Преобладаніе интереса биржи къ крупнымъ предпріятіямъ показываетъ и слѣдующая таблица. Центръ тяжести въ началѣ столѣтія лежалъ на выпускахъ съ капиталомъ до 5 милл. руб., теперь до—10 милл. руб. Выпуски очень крупные съ капиталами въ 10—20 милл. и свыше все еще были въ изслѣдуемый періодъ явленіемъ сравнительно единичнымъ.

Годы.	Распредѣленіе выпусковъ по размѣр. капитала: до 1 милл.	до 5 милл.	до 10 милл.	до 20 милл.	свыше 20 милл.
1899	11	23	1	—	1
1900	10	10	1	—	—
1901	2	3	—	—	—
1902	1	1	—	—	—
1903	2	2	1	1	—
1904	4	3	2	1	—
1905	4	2	1	—	—
1906	2	4	—	1	—
1907	2	4	—	1	—
1908	1	4	1	—	—
1909	3	8	2	—	—
1910	7	11	5	1	1
1911	6	10	6	—	—
1912	8	29	7	2	1

Любопытно разсмотрѣть распредѣленіе выпусковъ по номинальной стоимости акцій. Здѣсь бросается въ глаза совершившійся переходъ отъ акцій крупной купюры къ акціямъ мелкой

купюры, переходъ, особенно рѣзко выразившійся въ 1912 г., въ связи съ послѣдовавшей перемѣной политики министерства финансовъ въ отношеніи акцій мелкой купюры.

Годы		Распредѣленіе выпусковъ по номинальной стоимости акцій: до 100 р.	101—250 р.	251—500 р.	501—1.000 р.	свыше 1.000 р.
1899	Изъ 36 [1]) допущ. къ котир.	1	23	5	6	2
1901	„ 21 [1]) „ „ „	1	15	3	3	—
1900	„ 5 „ „ „	1	3	—	1	—
1902	„ 2 „ „ „	—	2	—	—	—
1903	„ 6 „ „ „	1	1	4	—	—
1904	„ 9 „ „ „	—	6	1	2	—
1905	„ 7 „ „ „	—	3	2	1	1
1906	„ 7 „ „ „	2	4	—	1	—
1907	„ 7 [1]) „ „ „	2	4	1	1	—
1908	„ 6 „ „ „	2	3	—	1	—
1909	„ 13 „ „ „	2	10	1	—	—
1910	„ 25 „ „ „	4	18	2	1	—
1911	„ 22 „ „ „	9	9	1	1	1
1912	„ 47 [1]) „ „ „	24	18	2	2	2

Наконецъ, послѣднія двѣ таблицы показываютъ намъ значеніе биржи для отдѣльныхъ отраслей промышленности. Суммируя данныя за весь періодъ 1899—1912 г.г., мы видимъ, что наибольшій спросъ (по количеству предпріятій), помимо смѣшанной группы, предъявили металлургическія и механическія предпріятія, за ними слѣдуютъ коммерческіе банки и нефтяныя предпріятія.

Изъ всего числа предпріятій—213—въ		%% было:
Пароходныхъ	9	4,23%
Страховыхъ и транспортныхъ	5	2,35%
Желѣзныхъ дорогъ	8	3,76%
Коммерческихъ банковъ	30	14,09%
Мануфактурной промышленности	13	6,11%
Водо- и газоснабженія	3	1,41%
Электротехническихъ	7	3,29%
Для ссудъ подъ зал. движ. имуществъ	3	1,41%
Водочныхъ и пивоваренныхъ	3	1,41%
Каменноугольныхъ и горныхъ	16	7,51%
Нефтяныхъ	22	10,33%

[1]) Одно предпріятіе выпустило акціи разныхъ купюръ.

Стекольныхъ	2	0,94%
Цементныхъ и строит. матеріаловъ.	7	3,29%
Металлургическихъ и механическихъ	36	16,9 %
Золотопромышленныхъ	3	1,41%
Разныхъ	46	21,56%

Количество требованій, предъявленныхъ къ биржевому рынку различными отраслями народнаго хозяйства, видно изъ слѣдующей таблицы:

Число предпріятій.	1899	1900	1901	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912	*Всего*
Пароходныя	2	—	1	—	—	—	2	—	1	—	—	1	1	1	9
Страховыя и транспортныя	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	2	—	3	5
Желѣзныя дороги .	1	1	—	—	—	—	—	—	—	—	1	1	1	3	8
Коммерческіе банки	1	—	—	—	1	2	—	1	1	1	5	9	3	6	30
Мануфактурная промышленность . .	5	1	—	—	—	—	—	—	—	1	2	1	—	3	13
Водо- и газоснабженіе	1	—	—	—	1	—	—	—	1	—	—	—	—	—	3
Электротехническія	1	1	—	—	—	1	1	—	—	—	—	1	—	2	7
Для судъ подъ залогъ движ. им. . .	—	—	—	—	—	—	—	—	1	—	—	—	2	—	3
Водочныя и пивоваренныя	—	1	—	—	1	—	—	—	—	—	—	1	—	—	3
Каменноугольныя и горныя	3	2	1	—	1	1	—	—	1	—	2	—	2	3	13
Нефтяныя	8	2	—	—	—	—	1	3	—	1	1	2	—	4	22
Стекольныя	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	2	2
Цемент. и строительн. матеріаловъ . . .	2	—	1	1	—	—	—	—	—	—	—	—	1	2	7
Металлургич. и механическія . . .	5	5	—	—	—	3	1	2	1	1	1	3	6	8	33
Золотопромышлен. .	1	—	—	—	1	1	—	—	—	—	—	—	—	—	3
Разныя	6	8	2	1	1	1	2	1	1	2	1	4	6	10	46
	36	21	5	2	6	9	7	7	7	6	13	25	22	47	213

Что же произошло новаго въ началѣ XX вѣка?

Фондовый отдѣлъ, какъ мы видѣли въ предыдущей статьѣ, къ этому времени уже выдѣлился изъ общей биржи, выросъ въ самостоятельную единицу съ особыми интересами, представляя собой учрежденіе чрезвычайной важности для государства, чѣмъ и объясняется спеціальное его регулированіе.

Но за первое десятилѣтіе XX вѣка его значеніе еще болѣе

возросло въ силу того роста емкости биржи, который намъ показали приведенныя выше таблицы. Собственно говоря, физіономія петроградской биржи измѣнилась рѣзко даже за послѣднія нѣсколько лѣтъ. Какъ мы видѣли, послѣ эпохи кризиса, войны и революціи, лишь съ 1909 г. пробуждаются новыя силы, сказывается на биржѣ общее наростаніе экономическаго подъема. Въ періодъ 1909—1912 г.г. промышленный подъемъ, смѣнившій продолжительную полосу затяжной депрессіи, былъ у насъ въ полномъ разгарѣ. На какую бы отрасль народнаго хозяйства ни обратить вниманіе, — всюду рекордныя цифры производства, спросъ превышаетъ предложеніе, товаръ рвутъ изъ рукъ. Начавшееся на этой почвѣ еще осенью 1909 г. биржевое оживленіе достигло въ Петроградѣ своего апогея лѣтомъ 1912 г. Каждый день приносилъ съ собою новыя повышенія курсовъ. Кругъ биржевыхъ посѣтителей чрезвычайно расширился; помѣщеніе биржи съ трудомъ вмѣщало всѣхъ участниковъ биржевыхъ собраній. Организовалась спеціальная вечерняя биржа, такъ какъ во время оффиціальной дневной не успѣвали нерѣдко исполнить порученія публики; создались неоффиціальныя собранія въ банкахъ, въ ресторанахъ, на скетингъ-ринкѣ; словомъ, биржевой оборотъ продолжался съ ранняго утра до поздней ночи. Это станетъ вполнѣ понятнымъ, если мы обратимъ вниманіе на то, какіе широкіе круги населенія захватила биржевая игра. Въ Петроградѣ и Москвѣ играли буквально всѣ, но въ этотъ водоворотъ втянулась и провинція. Безконечныя повышенія курсовъ расшевелили и ее, и здѣсь оказалась покупательная сила, о которой прежде и представленія не имѣли. Провинціальныя отдѣленія банковъ заваливали правленія порученіями своихъ кліентовъ. Возродились прежде существовавшія лишь на бумагѣ провинціальныя биржи—Одесса, Кіевъ, Харьковъ. Немудрено, что вскорѣ не хватило матеріала для биржевыхъ оборотовъ: бумаги были закуплены ждавшими повышенія, свободный матеріалъ на рынкѣ все сокращался. Капиталы прилили тогда въ новыя бумаги, выпущенныя на биржу, и въ старыя, извлеченныя вновь на свѣтъ Божій. Эмиссіи пользовались невѣроятнымъ для русскихъ условій успѣхомъ, будучи покрываемы въ десятки разъ. Русскіе капиталы обратили свое вниманіе на англійскія бумаги (русскихъ предпріятій—мѣдныхъ, золотопромышленныхъ, нефтяныхъ и т. д.), и крупныя партіи послѣднихъ перекочевали въ Россію, стали здѣсь объектомъ оживленной игры. Акціи многихъ предпріятій, основанныхъ на иностранные капиталы, возвратились въ Россію

изъ заграницы. Безконечныя повышенія курсовъ смѣнились паникой осенью 1912 г. подъ вліяніемъ Балканскихъ событій. Временно вспыхивая или внезапно понижаясь, переживая по временамъ припадки hauss'a, курсы продолжали въ общемъ осѣдать въ теченіе всего 1913 г. Тѣмъ не менѣе подъемъ, имѣвшій мѣсто, оставилъ неизгладимые слѣды на народномъ хозяйствѣ. Онъ привлекъ на биржу новые слои населенія, *новыхъ людей*, пробудилъ въ нихъ капиталистическую психологію, внушилъ имъ идеи наживы, обогащенія, связалъ ихъ съ биржей. Онъ привлекъ на биржу *новыя отрасли промышленности*, нашелъ имъ капиталы, оборудовалъ предпріятія, далъ возможность расширить производство. Онъ пробудилъ къ новой жизни дремавшіе *районы*, новыя части страны открылъ золотымъ ключемъ биржи, оплодотворилъ ихъ, пріобщилъ къ міровой культурѣ.

Подведемъ итоги. Таблицы ввели насъ in medias res, въ оживленный подъемъ биржи конца прошлаго вѣка. Мы наблюдали ея тяжелый болѣзненный сонъ въ серединѣ десятилѣтія, мы пережили вмѣстѣ съ ней новое оживленіе 1909—1912 г.г. Полной параллели между обоими подъемами мы провести не можемъ: для этого надо было бы разработать отсутствующіе матеріалы за 1895—98 г.г., добавить и 1913 годъ. Однако, даже бѣглый просмотръ нашего матеріала показываетъ, какъ выросла наша биржа, ея емкость, какъ она стала направлять въ промышленность милліоны, притекающіе къ ней со всей страны, какъ опредѣлился ея вкусъ къ крупнымъ предпріятіямъ, къ бумагамъ мелкой купюры. Въ 90-хъ годахъ валюта колебалась. Денежный рынокъ былъ въ полной зависимости отъ Западной Европы. Весь подъемъ совершался на иностранные капиталы. Немудрено, что петроградская биржа была тихимъ подголоскомъ западно-европейскихъ биржъ, въ частности берлинской, и не имѣла самостоятельнаго значенія.

Все это перемѣнилось къ нашему времени. Нынѣшняя биржа сильна прежде всего тѣмъ, что ее составляетъ не только кучка профессіоналовъ: опора биржи—стоящіе позади нея широкіе слои населенія, ея „кулисса“. Выросли за это время крупные акціонерные банки, въ значительной мѣрѣ эмансипировавшіеся отъ иностранной зависимости, разбросавшіе сѣть отдѣленій по всей странѣ и пріобщившіе тѣмъ самымъ провинцію къ денежному рынку страны. Прежде изолированная отъ Западной Европы, въ 90-хъ годахъ подчиненная ей, петроградская биржа начинаетъ отъ нея эмансипироваться. Сильное накопленіе капи-

таловъ въ странѣ позволяло нашей биржѣ впервые широко выступить на путь посредничества между капиталомъ и предпринимателемъ.

Россія уже достигла той степени экономическаго развитія, когда биржа становится центромъ хозяйственной жизни, а не придаткомъ ея. Недавно приведенные въ „Торгово-Промышленной Газетѣ“ подсчеты [1]) ясно показали, какъ выросла въ Россіи часть національнаго капитала, помѣщаемая въ бумажныхъ цѣнностяхъ. Биржевой подъемъ послѣднихъ лѣтъ тѣсно и неразрывно связалъ биржу съ народнымъ хозяйствомъ: и въ Россіи промышленность и свободные капиталы ищутъ и находятъ другъ друга на биржѣ. Ростъ акціонерной формы и крупнаго производства сдѣлалъ невозможнымъ расширеніе существующихъ предпріятій и созданіе новыхъ внѣ и безъ биржи. Биржа даетъ нынѣ направленіе дальнѣйшему промышленному развитію страны, она опредѣляетъ его и осуществляетъ. Разумѣется, распорядительная роль въ этой дѣятельности принадлежитъ не коллективу биржи, а ея руководителямъ—крупнымъ банкамъ. Самое значеніе биржи, какъ резервуара капиталовъ, отъ этого, однако, отнюдь не уменьшается.

---

[1]) „Торг. Пром. Газета“, 1 марта 1914 г., № 50 (см. ниже въ статьѣ А. Н. Зака, стр. 262—274).

Образованіе цѣнъ и установленіе курса на важнѣйшихъ биржахъ.

Статья доцента **Dr. W. Prion**, Берлинъ [1]).

Значеніе биржи заключается прежде всего въ томъ, что она является средоточіемъ торговли цѣнными бумагами, стало быть, вмѣстѣ съ тѣмъ и центромъ огромной части оборотовъ капиталовъ въ странѣ. Это не значитъ, что всѣ обороты съ цѣнными бумагами могутъ производиться только на биржѣ. Напротивъ: благодаря развитію банковъ—по крайней мѣрѣ, на континентѣ—все большая и большая часть оборотовъ съ цѣнными бумагами осуществляется внѣ биржи, хотя, конечно, все же въ тѣсной связи съ биржей, такъ что о биржѣ собственно можетъ идти рѣчь только, какъ объ идеальномъ центрѣ оборотовъ съ цѣнными бумагами.

Въ противоположность этому значенію биржи въ отношеніи торговли цѣнными бумагами, съ каждымъ днемъ усиливается и пріобрѣтаетъ все большую важность *вліяніе биржи на образованіе цѣнъ*,—явленіе, находящееся въ связи съ этой торговлей. Не только увеличивается съ каждымъ годомъ количество цѣнныхъ бумагъ, ихъ сумма, а, стало быть, и заключенные въ цѣнныхъ бумагахъ капиталы и вмѣстѣ съ тѣмъ число заинтересованныхъ въ биржѣ лицъ, но устанавливаемыя на биржѣ цѣны кладутся въ основаніе постоянно возрастающаго числа сдѣлокъ, совершаемыхъ внѣ биржи. Значеніе установленія цѣнъ на биржѣ возросло еще потому, что на экономическое развитіе—особенно западныхъ странъ—все больше и больше оказываютъ вліяніе крупныя акціонерныя компаніи, для акцій которыхъ на биржахъ устанавливается курсъ, а быстро шагающая впередъ интернаціонализація капитала, ростъ цѣнныхъ бумагъ въ международномъ обращеніи, на первомъ планѣ—облигацій государственныхъ

---

[1]) Статья написана спеціально для „Банковой Энциклопедіи". Переводъ съ рукописи *Г. Н. Лозовика.*

займовъ, все болѣе и болѣе выдвигаютъ биржу, какъ центръ экономическихъ и политическихъ интересовъ. Извѣстное изреченіе Шмоллера: „биржевой курсъ—это барометръ всей національной дѣловой жизни“—можно въ настоящее время легко примѣнить ко всей хозяйственной жизни вообще.

Относительно такого значенія курса возникаетъ вопросъ: да правильно ли, совершенно ли образованіе цѣнъ, имѣющее мѣсто на биржѣ? Но такъ какъ еще труднѣе дать отвѣтъ на предварительный вопросъ: что такое правильная цѣна?—то, въ силу этого, точное разрѣшеніе поставленнаго выше вопроса вызоветъ чрезвычайныя затрудненія, а, пожалуй, даже покажется невозможнымъ. Все же можно придти къ извѣстнымъ выводамъ, если попытаться изслѣдовать, какъ образуются курсы, какими факторами они опредѣляются, какіе мотивы лежатъ въ основаніи дѣятельности участвующихъ въ установленіи курса лицъ. Этихъ вопросовъ не надо смѣшивать съ вопросами объ установленіи и выясненіи курса, о биржевой котировкѣ и объ опубликованіи ея. Эти послѣднія явленія составляютъ, главнымъ образомъ, механическую часть образованія биржевыхъ цѣнъ, хотя ихъ то и принимаютъ довольно часто за самое существо дѣла.

I. Факторы образованія цѣнъ на биржѣ.

Всѣ факторы, участвующіе въ образованіи цѣнъ, можно подвести подъ три группы: *экономическіе*, которые опредѣляютъ цѣнность бумагъ и этимъ образуютъ фундаментъ всего зданія; *личные*, т. е. совокупность лицъ,—участниковъ биржевого оборота,—и побудительныя причины ихъ дѣятельности; *технико-биржевые*, т. е. факторы, дѣйствующіе въ зависимости отъ внутренне-биржевыхъ отношеній каждаго даннаго момента.

A. *Экономическіе факторы.*

Какъ уже указано, они относятся къ цѣнности бумагъ—объектовъ оборота. Отъ какихъ обстоятельствъ зависитъ цѣнность бумаги? Чтобы дать отвѣтъ на этотъ вопросъ, необходимо разсмотрѣть отдѣльно объ большія категоріи цѣнныхъ бумагъ: облигаціи и акціи.

При оцѣнкѣ облигацій, бумагъ твердопроцентныхъ, конкуррируютъ между собою двѣ точки зрѣнія—надежности и рентабельности.

Что касается *надежности*, то капиталистъ даетъ свои деньги на пріобрѣтеніе твердопроцентныхъ долговыхъ обязательствъ (становясь благодаря этому кредиторомъ на сумму вложеннаго имъ капитала), въ надеждѣ получить по истеченіи

опредѣленнаго времени, кромѣ договорныхъ процентовъ, еще и капиталъ (займы съ погашеніемъ), или же съ условіемъ, чтобы ему лишь систематически аккуратно выплачивались проценты (рентные займы). Обязательство, которое беретъ на себя должникъ за предоставленіе ему капитала, зависитъ не только отъ его доброй воли (послѣднюю въ настоящее время можно предположить у всѣхъ должниковъ, по крайней мѣрѣ, по цѣннымъ бумагамъ), но и отъ ряда другихъ возможностей, которыя лежатъ внѣ сферы воли или силъ должника. Примѣры: платежныя затрудненія, проистекающія отъ неурожаевъ, революцій, войнъ, когда должниками являются государства, потери отъ неплатежей у частныхъ предпріятій и т. п. Но наступленіе такихъ моментовъ до того неопредѣленно, что едва ли кредиторъ можетъ принять ихъ въ соображеніе при опредѣленіи степени риска, хотя бы на случай подобныхъ возможностей давались особыя гарантіи. Если не имѣть въ виду исключительныхъ случаевъ и взять для примѣра сравненіе молодого государственнаго организма, какъ напр., Сіамъ, съ болѣе старымъ, какъ Пруссія, то будетъ чрезвычайно трудно опредѣлить, заемъ какого изъ этихъ государствъ болѣе или менѣе вѣренъ, и надежнѣе ли онъ вообще, чѣмъ всякій другой заемъ и т. д. Стоитъ только подумать о надежности государственныхъ займовъ Англіи, Франціи и Германіи. Какой изъ нихъ надежнѣе? Или они всѣ равно надежны? Ссылаются, правда, при выясненіи надежности займа на бюджетъ страны, на отношеніе ея доходовъ къ расходамъ, на податныя условія, на политическое ея состояніе. Но всѣ эти обстоятельства, какъ вмѣстѣ взятыя, такъ и каждое въ отдѣльности, врядъ ли между собой сравнимы, и поэтому едва ли изъ такихъ посылокъ можно придти къ безспорному выводу о надежности займовъ. Какъ часто предсказывали государственное банкротство Россіи,— однако, стоило только появиться на берлинской биржѣ записной книжкѣ биржевого представителя русскаго правительства Мендельсона, какъ уже курсы снова начинали подниматься.

Но все это вѣрно не только относительно государственныхъ займовъ. Въ большей или меньшей степени все это примѣнимо и къ другимъ твердопроцентнымъ бумагамъ. Было бы чрезвычайно трудно (хоть въ видѣ примѣра) указать разницу въ надежности закладного листа того или другого ипотечнаго банка, займа того или иного города, котирующихся на берлинской биржѣ. Можно сказать только одно, что, какъ то по непосредственному чувству считается, что государственный заемъ болѣе на-

деженъ, чѣмъ городской, а этотъ послѣдній—болѣе надеженъ, чѣмъ закладной листъ или промышленная облигація. И если даже этой основанной на внутреннемъ инстинктѣ оцѣнкѣ отвѣчаютъ небольшія разницы въ цѣнахъ, то разницы эти такъ незначительны, что онѣ (опять таки не имѣя въ виду исключительныхъ случаевъ) отступаютъ на задній планъ передъ вторымъ факторомъ—рентабельностью. Капиталистъ, а вмѣстѣ съ тѣмъ и общественное мнѣніе заранѣе предполагаютъ у должника какъ доброе намѣреніе оставаться платежеспособнымъ, такъ и проявленіе имъ при использованіи капитала необходимой предусмотрительности, въ цѣляхъ постоянной возможности выполненія обязательствъ. Такимъ образомъ, на дѣлѣ все болѣе и болѣе расплываются грани при сравненіи степени надежности даже важнѣйшихъ видовъ различныхъ цѣнныхъ бумагъ. На вопросъ: какой заемъ вѣрнѣе: Московскій городской или заемъ фирмы Фр. Круппа? врядъ ли можетъ быть данъ точный отвѣтъ.

Что касается *рентабельности,* то кредиторъ получаетъ за ссужаемый имъ капиталъ ренту, и высота этой ренты, какъ мы видѣли, имѣетъ рѣшающее вліяніе на цѣну, которую онъ платитъ за бумагу. Но рента заключается не только въ тѣхъ номинальныхъ процентахъ, которые должникъ обязуется регулярно уплачивать. Въ разсчетъ принимается и разница, возникающая при взносахъ и выплатахъ капитала. Если, напримѣръ, за ссуженный должнику полностью въ размѣрѣ 100% капиталъ, по которому онъ долженъ платить 4 процента годовыхъ, онъ обязуется уплатить 104 и, предположимъ, въ 10 лѣтъ, тогда капиталистъ получаетъ 4% интереса плюсъ 4% за 10 лѣтъ, или среднимъ числомъ 0,4% ежегодно, т. е. въ общей сложности 4,4%.

Эта средняя норма соотвѣтственно повышается, когда выплата ренты,—напримѣръ, при розыгрышѣ лоттереи, производится впередъ. Эти незамѣтныя погасительныя выплаты необходимо имѣть въ виду при соображеніяхъ о рентабельности, а вмѣстѣ съ тѣмъ и о цѣнѣ данной бумаги; этимъ-то и объясняется, почему на одной и той же биржѣ двѣ бумаги одинаково высокой рентабельности имѣютъ различную цѣну.

Но разъ это такъ, разъ—какъ доказано выше,—рентабельность имѣетъ рѣшающее значеніе при образованіи цѣнъ займовъ, то важное значеніе пріобрѣтаетъ слѣдующій вопросъ: чѣмъ же опредѣляется высота рентабельности, требуемой капиталистомъ? Эта высота зависитъ отъ обычной въ странѣ ставки. Если въ данной странѣ, въ силу господствующихъ тамъ вообще отноше-

ній капитала и степени его накопленія, учетная ставка высока, если капиталистъ, отдавая свои средства промышленности или землевладѣльцамъ, получаетъ высокіе проценты, тогда онъ соотвѣтственно будетъ требовать высокихъ процентовъ и съ бумагъ, и наоборотъ. Обычная въ странѣ учетная ставка не можетъ быть, однако, точно установлена въ цифрахъ. Масштабъ можно получить, если принять во вниманіе не оффиціальный, а частный учетный процентъ въ данной странѣ. Тогда мы замѣчаемъ, что рентабельность твердопроцентныхъ бумагъ не только приспособляется къ колебаніямъ учетной ставки въ отдѣльныхъ странахъ, но она, а вмѣстѣ съ нею и курсъ для твердопроцентныхъ бумагъ, въ разныхъ странахъ имѣетъ различную высоту, такъ какъ нормы частнаго дисконта въ разныхъ странахъ различны. Это въ конечномъ итогѣ и обусловливаетъ собой различія въ высотѣ курса займовъ цивилизованныхъ государствъ.

Цѣны второй группы бумагъ, *акцій*, равнымъ образомъ можно вывести, какъ слѣдствіе двухъ причинъ. Акція предоставляетъ право на опредѣленную долю имущества извѣстнаго коллективнаго предпріятія, а затѣмъ и право на участіе въ ежегодной прибыли.

Что касается, прежде всего, участія въ имуществѣ, то публикуемые баллансы предпріятій даютъ, правда, извѣстную картину ихъ имущественнаго состоянія. Однако, такъ какъ составленіе балансовъ производится не только съ цѣлью освѣдомленія объ имущественномъ положеніи, но служитъ, главнымъ образомъ, цѣли выясненія вопросовъ, связанныхъ съ распредѣленіемъ прибылей, то картина эта въ большей или меньшей степени ненадежна. Не только скрытые резервы не поддаются обозрѣнію, но остается также открытымъ вопросъ: а какъ обстояло бы дѣло съ общей цѣнностью предпріятія при добровольной или вынужденной ликвидаціи, въ случаѣ продажи, сліянія (фузіи) и т. д. Такимъ образомъ, въ дѣйствительности оказывается почти невозможнымъ точное опредѣленіе доли, приходящейся на акцію въ общемъ имуществѣ, а тѣмъ самымъ открывается широчайшій просторъ для всякихъ „мнѣній“ заинтересованныхъ лицъ.

Во-вторыхъ, акція даетъ право на участіе въ распредѣленіи прибылей. Прибыль предпріятія получается постепенно въ теченіе года и, по общему правилу, можетъ быть установлена только къ концу года. Поэтому въ промежуточное время владѣльцу акціи, если послѣдній желаетъ опредѣлить сумму своего дивиденда, приходится прибѣгать къ глазомѣрнымъ оцѣнкамъ, пред-

положеніямъ; понятно, что и тутъ опять легко могутъ имѣть мѣсто разногласія и разномыслія. Во всякомъ случаѣ, здѣсь могутъ быть извѣстные исходные пункты для приблизительной оцѣнки дивидендовъ, такъ, напримѣръ, экономическое положеніе даннаго момента и виды на будущее; прошлое предпріятія можетъ въ такихъ случаяхъ дать отвѣтъ на вопросъ, какъ установится текущая прибыль, если учесть при этомъ и экономическое положеніе даннаго момента. Во всякомъ случаѣ, ранѣе окончательнаго опредѣленія дивидендовъ рента акціонера имѣетъ нѣсколько неустойчивый характеръ. Однако, именно высота этой ренты—такъ какъ акціонеръ обычно стремится къ ея капитализаціи—и имѣетъ значеніе для вычисленія цѣны акціи.

Итакъ, капиталисту приходится комбинировать два момента: долю имущества и капитализированный дивидендъ, если онъ желаетъ опредѣлить окончательно внутреннюю цѣнность акцій. Положимъ, доля одной акціи въ имуществѣ предпріятія выражается примѣрно цифрой 1.000 марокъ, другой—1.500 марокъ, дивидендъ первой—5%, второй—10%; въ такомъ случаѣ при капитализаціи изъ 5% цѣнность акціи въ первомъ случаѣ будетъ 1.000 марокъ, во второмъ—3.000 марокъ, хотя въ послѣднемъ случаѣ въ акціи заключается имущественной цѣнности всего только на 1.500 марокъ. Это „непокрытое“ ажіо необходимо, слѣдовательно, принять во вниманіе при капитализаціи, такъ что при повышеніи дивиденда, когда оно не сопровождается соотвѣтственнымъ увеличеніемъ доли въ имуществѣ, долженъ повыситься и процентъ капитализаціи. Но это означаетъ, что должно наступить замедленіе въ повышеніи расцѣнки. Такимъ образомъ, процентъ капитализаціи въ различныхъ случаяхъ различенъ, и о высотѣ его можно опять-таки расходиться во „мнѣніяхъ“. Это также служитъ объясненіемъ тому, что не всѣ бумаги, приносящія 10% дивиденда, одинаково котируются по 200, 190 или 180%.

Но если, такимъ образомъ, основанія для вычисленія цѣнности акцій допускаютъ различія мнѣній, то необходимо обратить вниманіе и на то, что эти основанія сами по себѣ опять подвержены измѣненіямъ. Такъ, можетъ измѣниться общая цѣнность имущества предпріятія, потому ли, что оно увеличивается въ цѣнѣ, или же предпріятіе терпитъ убытки, причемъ то и другое не должно непремѣнно стать извѣстнымъ всѣмъ. Многія несостоятельности показываютъ, что задолго уже началось гніеніе, котораго акціонеръ и не замѣчалъ. Далѣе, процентъ капитализаціи также измѣнчивъ. Онъ измѣняется въ зависимости отъ обыч-

ной въ странѣ учетной нормы, которая въ свою очередь подвержена колебаніямъ. И, наконецъ, измѣнчивъ также и размѣръ дивиденда, такъ что, въ концѣ концовъ, при опредѣленіи цѣнности акціи въ каждый данный моментъ играетъ роль большое количество неопредѣленныхъ моментовъ.

Такъ какъ изъ всѣхъ этихъ факторовъ измѣненія дивиденда выступаютъ наиболѣе наглядно, то получается впечатлѣніе, будто они одни только и имѣютъ рѣшающее значеніе въ колебаніяхъ цѣнъ. И въ дѣйствительности они имѣютъ наибольшее вліяніе, такъ какъ обусловливаютъ собой ренту акціонера, а эта послѣдняя, съ своей стороны, подъ давленіемъ конкурренціи стремится къ выравненію капитальныхъ величинъ. Такимъ образомъ, становится понятнымъ, что заинтересованныя лица, въ особенности профессіональные торговцы, всегда стремятся узнать предполагаемые размѣры дивиденда предпріятія, чтобы путемъ покупки или продажи извлечь пользу изъ колебаній курса, обусловливаемыхъ измѣненіями дивиденда. Спекулянты поэтому зорко слѣдятъ за всѣмъ, что можетъ имѣть вліяніе на развитіе предпріятій, причемъ параллельно идутъ два ряда наблюденій: во-первыхъ, за общимъ положеніемъ и экономическимъ состояніемъ страны, во-вторыхъ, за развитіемъ спеціально даннаго предпріятія, причемъ естественно обладаютъ извѣстными преимуществами въ освѣдомленности тѣ, кто ближе стоитъ къ предпріятію, какъ заинтересованныя лица.

Наряду съ этой спеціально хозяйственной подкладкой, на образованіе цѣнъ процентныхъ бумагъ, какъ займовъ, такъ и акцій, вліяетъ общее настроеніе денежнаго рынка и рынка капиталовъ въ странѣ и заграницей. Не только въ общихъ взаимоотношеніяхъ спроса и предложенія на капитальномъ рынкѣ, но и вообще на рынкѣ цѣнныхъ бумагъ могутъ имѣть мѣсто различныя перемѣщенія. Нерѣдки случаи, когда капиталъ отъ рынка бумажныхъ цѣнностей переходитъ къ другимъ видамъ помѣщенія, или же отъ рынка акцій къ фондовому рынку,—и наоборотъ, такъ что появляются колебанія цѣнъ, обусловленныя именно этими общими взаимоотношеніями и ничего общаго не имѣющія съ внутренними измѣненіями въ положеніи заемщиковъ или же предпріятій. Регулярно при смѣняющихъ другъ друга экономическихъ конъюнктурахъ можно наблюдать такія перемѣщенія капиталовъ, вслѣдствіе чего эти конъюнктуры пріобрѣтаютъ рѣшающее значеніе для всего развитія биржи.

B. *Личные факторы образованія цѣнъ.*

Здѣсь рѣчь идетъ о томъ, чтобы извѣстное положеніе—предложеніе и спросъ опредѣляютъ цѣну—свести къ личностямъ, которыя скрываются за спросомъ и предложеніемъ, и выяснить степень участія этихъ личностей въ образованіи цѣнъ, ихъ положеніе на рынкѣ, ихъ знаніе рынка. Всѣ ли личности, участвующія въ торговлѣ цѣнными бумагами, равноцѣнны въ отношеніи знанія рынка и способностей къ торговлѣ, не имѣютъ ли однѣ изъ нихъ какихъ-нибудь преимуществъ передъ другими, и не имѣютъ ли эти лица тѣмъ самымъ извѣстнаго вліянія на установленіе цѣнъ? Отвѣтъ на этотъ вопросъ будетъ различенъ какъ для различныхъ биржъ, такъ и для различныхъ періодовъ времени на одной и той же биржѣ, и именно потому, что онъ находится въ сильнѣйшей зависимости отъ общаго экономическаго состоянія страны, отъ организаціи кредита и банковъ, отъ устройства биржъ. Детальныхъ изслѣдованій на этотъ счетъ для большинства биржъ не существуетъ.

Прежде всего мы разсмотримъ здѣсь—въ общихъ чертахъ—отношеніе профессіональной спекуляціи къ публикѣ, къ капиталистамъ. Состоитъ ли профессіональная спекуляція изъ самостоятельныхъ дѣльцовъ или же существенный элементъ ея составляютъ банкиры биржевого города, которые совершаютъ покупки и продажи цѣнныхъ бумагъ, выполняя въ то же время порученія публики? Послѣднее имѣло мѣсто въ теченіе нѣкотораго времени въ Берлинѣ и проявлялось въ томъ, что ходъ дѣлъ на биржѣ и образованіе курса неоднократно находились въ рукахъ спекулировавшихъ комиссіонеровъ. Далѣе, образуетъ ли профессіональная спекуляція однородную, общими интересами спаянную массу (какъ въ Лондонѣ), или же среди нея выдвигаются „вожди“, которые и инсценируютъ биржевые перевороты, измѣненія курса (какъ раньше на берлинской биржѣ и понынѣ еще въ Нью-Іоркѣ)? Какъ далеко простирается участіе въ спекуляціи промышленниковъ, коммерсантовъ, директоровъ банковъ, членовъ различныхъ наблюдательныхъ комитетовъ—на основаніи ихъ точныхъ знаній подробностей какъ „своихъ“, такъ и родственныхъ акціонерныхъ обществъ? Отличается ли эта спекуляція—независимо отъ ея результатовъ—чѣмъ-нибудь отъ спекуляціи публики (какъ, напримѣръ, въ Германіи)? И не налагаетъ ли она особый отпечатокъ на биржу, сливая дѣятельность этой послѣдней съ ходомъ дѣлъ въ промышленныхъ предпріятіяхъ

(какъ въ Нью-Іоркѣ)? И, наконецъ, каково отношеніе огромной массы неопытной публики къ биржѣ? Вдохновляютъ ли ее или руководятъ ею какіе-нибудь посредники, которые сами спекулируютъ, или же руководителями являются не участвующіе въ дѣлѣ банки, заинтересованныя эмиссіонныя фирмы?

Эти вопросы показываютъ, что отношенія въ каждомъ отдѣльномъ случаѣ могутъ быть и бываютъ весьма различны. Важно, однако, то, что именно эти отношенія, смотря по тому, какъ они складываются, оказываютъ огромное вліяніе на образованіе цѣнъ. Для примѣра,—ибо, какъ упомянуто, нѣтъ изслѣдованій для всѣхъ биржъ—въ послѣдующемъ изложеніи вкратцѣ будетъ представлено *отношеніе нѣмецкихъ банковъ къ берлинской биржѣ*, въ особенности въ дѣлѣ образованія цѣнъ [1]). Отношенія банковъ къ биржѣ любопытны въ трехъ направленіяхъ:

1. *Регулированіе курса.* Какъ обладатели акцій, или въ силу особыхъ отношеній къ различнымъ предпріятіямъ или заемщикамъ, банки заинтересованы въ образованіи курса большинства бумагъ. Они имѣютъ зоркое наблюденіе за этими бумагами на рынкѣ и въ каждомъ отдѣльномъ случаѣ путемъ покупки или продажи проявляютъ рѣшительное вмѣшательство, когда рѣчь идетъ о томъ, чтобы удовлетворить неожиданному спросу, отвѣчать на предложеніе или держать курсъ на опредѣленной высотѣ. Совершеннѣе всего такое регулированіе курса развилось на рынкѣ закладныхъ листовъ. Ипотечные банки всегда выступаютъ на рынкѣ, какъ покупатели собственныхъ закладныхъ листовъ, создаютъ такимъ путемъ постоянную возможность сбыта для владѣльцевъ закладныхъ листовъ и держатъ поэтому курсъ высоко. Большой успѣхъ подобнаго регулированія курса породилъ стремленія къ такимъ же интервенціямъ и на рынкѣ государственныхъ займовъ. Въ 1904 году капиталъ Прусскаго Государственнаго Банка (Preussische Königliche Seehandlung) былъ усиленъ съ 34 до 100 милл. мар. отчасти и для той цѣли, чтобы дать банку возможность регулировать курсы государственныхъ займовъ. Однако, успѣха эта игра не имѣла, такъ какъ, естественно, на рынкѣ, на которомъ помѣщены милліарды, куда ежегодно вновь притекаютъ многіе милліоны, на рынкѣ, состояніе котораго зависитъ отъ совокупности міровыхъ экономическихъ отношеній, регулирующая курсы дѣятельность обречена на безсиліе. Общеизвѣ-

[1]) См. работу Dr. *W. Prion.* Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, Leipzig 1910.

стны также мѣропріятія по поддержанію курсовъ русскихъ бумагъ на берлинской биржѣ со стороны банкирскаго дома Мендельсонъ и К°.

Особеннаго вниманія заслуживаетъ регулированіе курса акцій. Здѣсь почти каждая бумага имѣетъ своего ангела-хранителя, который всегда кстати появляется при установленіи курса, чтобы воздѣйствовать покупкой или продажей, какъ только этого требуетъ положеніе рынка. Благодаря такому содѣйствію банковъ или банкировъ, конечно, для многихъ бумагъ, незначительный капиталъ которыхъ безъ этого не могъ бы позволить производить съ ними крупныхъ оборотовъ, создается постоянная возможность покупки и продажи. Но въ то же время, естественно, образованіе курса этихъ бумагъ въ большей или въ меньшей степени переходитъ въ руки регулирующаго ихъ банка, и отъ него уже зависитъ, правильно ли происходитъ образованіе цѣны или нѣтъ. Подобное воздѣйствіе на курсъ облегчается установленіемъ единообразнаго курса, при которомъ, какъ извѣстно, сравнительно небольшихъ суммъ достаточно, чтобы измѣнить курсъ въ ту или другую сторону. (Сравн. ниже: вліяніе остатковъ при установленіи кассоваго курса на берлинской биржѣ).

2. *Компенсаціи внѣ биржи.* Регулированіе курса съ развитіемъ крупныхъ банковъ въ послѣдніе годы получило совершенно иной видъ. Поглощеніе многочисленныхъ банкировъ и акціонерныхъ банковъ крупными банками, учрежденіе ими огромнаго числа отдѣленій и депозитныхъ кассъ и сліяніе провинціальныхъ банковъ съ берлинскими крупными банками, —все это возымѣло то послѣдствіе, что въ настоящее время всѣ порученія по покупкѣ и продажѣ цѣнныхъ бумагъ со всего государства стекаются къ шести или девяти берлинскимъ банкамъ, которымъ, благодаря этому, открыта возможность взаимно компенсировать эти порученія. Такимъ образомъ, каждый крупный банкъ сталъ самъ по себѣ небольшой биржей, которой только сдѣлки по неурегулированнымъ остаткамъ остается приводить въ исполненіе въ другихъ банкахъ или на биржѣ. Въ результатѣ, въ настоящее время только небольшая часть изъ общей суммы оборотовъ съ цѣнными бумагами оказываетъ прямое воздѣйствіе на образованіе цѣнъ на биржѣ. Съ другой стороны, вліяніе крупныхъ банковъ на образованіе курса возросло весьма значительно. Смотря по преслѣдуемымъ ими цѣлямъ, стоитъ имъ только большую или меньшую часть порученій выпустить на биржу, чтобы измѣнить курсъ въ сторону повышенія или понише-

нія. Если имъ важно, допустимъ, вызвать большое предложеніе, чтобы дешево принять его для своихъ покупателей, они легко могутъ одной—двумя тысячами марокъ понизить на биржѣ курсъ, который кладется въ основаніе разсчета. Точно также и наоборотъ. Поощряется это воздѣйствіе на курсъ, естественно, тѣмъ, что банки постоянно заинтересованы въ опредѣленныхъ бумагахъ и поддерживаютъ цѣнность своихъ собственныхъ запасовъ, которые они затѣмъ употребляютъ для новаго воздѣйствія на биржевые курсы.

Какъ разсматривать эту эволюцію? Безъ сомнѣнія, подобное воздѣйствіе на курсъ является видомъ спекуляціи; потому что, вѣдь, и банки стремятся скупленныя бумаги сбыть съ барышемъ. Но эта спекуляція все же другого рода, чѣмъ у частныхъ банкировъ, которые въ то же время спекулируютъ и на срочныхъ сдѣлкахъ. Крупные банки не являются спекулянтами въ томъ смыслѣ, чтобы использовать по мѣрѣ силъ положеніе рынка; прежде всего, они не пользуются страшнымъ оружіемъ бланковыхъ продажъ во время кризисовъ. Какъ разъ въ трудныя времена весьма часто можно наблюдать, что именно въ тѣ моменты, когда со стороны профессіональной спекуляціи бланковыми продажами вызвана паника, банки рѣшительно выступаютъ съ покупками, чтобы панику успокоить. Они, слѣдовательно, дѣлаютъ какъ разъ обратное тому, что ранѣе дѣлали многочисленные частные банкиры.

Что касается нормальнаго времени, то тутъ уже нельзя сразу рѣшить вопросъ, выгодно или пагубно дѣйствіе охарактеризованнаго вмѣшательства банковъ въ процессъ образованія курсовъ. Для этого потребовалось бы подробное изслѣдованіе измѣненій курса отдѣльныхъ бумагъ. На основаніи подобнаго изслѣдованія, я склоняюсь къ тому воззрѣнію, что регулированіе курса при посредствѣ крупныхъ банковъ, въ общемъ, нельзя разсматривать исключительно, какъ вредное явленіе, и что образованіе цѣнъ врядъ ли происходило бы лучше, если бы вмѣсто крупныхъ банковъ на берлинской биржѣ все еще существовали только многочисленные частные банкиры съ обычной для нихъ двоякой ролью: комиссіонеровъ и спекулянтовъ.

3. Наконецъ, крупные банки вліяютъ на образованіе цѣнъ,—какъ и на всю вообще торговлю цѣнными бумагами,—*предоставляемымъ ими кредитомъ*. При этомъ надо различать: отдачу денегъ взаймы на биржѣ и предоставленіе кредита банковой клiентурѣ.

Какъ извѣстно, пролонгація срочныхъ обязательствъ достигается тѣмъ, что какое-нибудь „третье“ лицо ссужаетъ на мѣсяцъ бумаги или деньги. Этимъ „третьимъ лицомъ“ въ Берлинѣ, главнымъ образомъ, являются крупные банки, которые, благодаря этому, пріобрѣтаютъ большое вліяніе на пролонгацію. Дешевыя пролонгаціонныя деньги, естественно, подстрекаютъ спекуляцію. Если, далѣе, владѣльцы денегъ предоставляютъ ихъ въ распоряженіе не только дешево, но и щедро, спекуляція отсюда дѣлаетъ выводъ, что положеніе дѣлъ отнюдь не оцѣнивается банками неблагопріятно. Дороговизна пролонгаціонныхъ ссудъ, наоборотъ, дѣйствуетъ ограничивающимъ образомъ на начинанія спекуляціи: на биржѣ возникаетъ продажа, такъ какъ высокій процентъ по репорту легко можетъ поглотить выгоды курса, и такъ какъ вообще уже намѣчается опасность невозможности дальнѣйшаго полученія денегъ. Такимъ образомъ, крупные банки своей политикой ссудъ оказываютъ и здѣсь косвенное вліяніе на установленіе курса крупныхъ спекулятивныхъ бумагъ.

Въ сношеніяхъ съ кліентами предоставляемый имъ банками кредитъ играетъ огромную роль для фондовой спекуляціи. Кліенту, желающему пріобрѣсть цѣнныя бумаги, нужно внести только часть покупной цѣны, причемъ остальную часть банкъ самъ вноситъ за своего покупателя, предоставляя этому послѣднему кредитъ подъ купленныя имъ цѣнныя бумаги. Подобное предоставленіе кредита имѣетъ своимъ слѣдствіемъ то, что кругъ покупателей цѣнныхъ бумагъ сразу расширяется, и къ спекуляціи поощряются такіе круги, которымъ лучше бы стоять подальше отъ нея. Сила вліянія банковъ на движеніе курсовъ и дѣятельность биржи еще усиливается въ своемъ значеніи, вслѣдствіе необходимости доплаты со стороны кліентовъ при понижающемся курсѣ и въ виду давящихъ курсы принудительныхъ продажъ со стороны банковъ, если дополнительныя обезпеченія не внесены. Въ то время, какъ частные банкиры легко переходятъ къ предупрежденію объ отказѣ въ кредитѣ (Kündigung), затрудняясь сами въ пріисканіи наличныхъ средствъ, это основаніе у крупныхъ банковъ отступаетъ на задній планъ.

Развитіе послѣднихъ повлекло за собой значительный, сравнительно съ прежнимъ, переворотъ и въ отношеніи кредитной спекуляціи. Въ настоящее время достаточно кивка сверху, чтобы при посредствѣ сотенъ конторокъ крупнаго концерна банковъ направить вниманіе публики на ту или на другую бумагу. Зато, съ другой стороны, достаточно одного общаго распоряженія, что-

бы успокоить публику въ томъ или другомъ случаѣ, предохранить ее отъ безразсуднаго сбыта и, стало быть, предотвратить общее паденіе курсовъ. Отъ банковъ теперь, болѣе или менѣе, зависитъ прекратить биржевую панику въ самомъ зародышѣ, въ то время какъ прежде, напротивъ, каждый стремился изъ подобной паники извлечь для себя пользу. Наконецъ, среди немногочисленныхъ группъ крупныхъ банковъ легко возможно соглашеніе по поводу сжатія кредита, или для того, чтобы общимъ требованіемъ доплатъ на продолжительное время сократить курсъ спекулянтовъ, къ чему, напримѣръ, стремится недавно состоявшійся картель руководящихъ группъ нѣмецкихъ банковъ, или же по тѣмъ мотивамъ, что при данномъ состояніи биржи, вообще, въ общихъ интересахъ нежелательно расширеніе дѣлъ.

Сводя вмѣстѣ все сказанное выше, приходится, такимъ образомъ, сказать, что въ Берлинѣ банки пользуются огромнымъ вліяніемъ на образованіе цѣнъ, и что и на остальныхъ биржахъ—различаясь въ частностяхъ—знаніе рынка, положеніе и денежная мощь участвующихъ группъ и лицъ имѣютъ величайшее значеніе для вопроса объ образованіи цѣнъ.

С. *Техническо-биржевые факторы образованія цѣнъ.*

Эти факторы мало обращаютъ на себя вниманіе лицъ, стоящихъ въ сторонѣ отъ биржи, но, какъ будетъ указано ниже, они также имѣютъ очень большое значеніе для образованія цѣнъ.

1. Величина рынка. Чѣмъ больше число лицъ, заинтересованныхъ какою-нибудь бумагой, чѣмъ шире, стало быть, рынокъ этой бумаги, чѣмъ вѣрнѣе, поэтому, для нея возможность сбыта, тѣмъ выше, говоря вообще, окажется цѣна такой бумаги. Бумаги съ незначительнымъ рынкомъ имѣютъ болѣе низкіе курсы. Примѣромъ можетъ служить сравненіе рынковъ государственныхъ и городскихъ займовъ.

Нельзя, однако, упускать изъ виду еще и того обстоятельства, что рынокъ той или другой бумаги можетъ подвергнуться регулированію. Уже указано было на то, какъ на берлинской биржѣ, напримѣръ, рынокъ закладныхъ листовъ регулируется ипотечными банками, въ результатѣ чего при постоянной возможности покупки и продажи курсъ этихъ закладныхъ листовъ всегда стоитъ относительно высоко. Точно такъ же и обычно мало оживленный рынокъ промышленныхъ облигацій искусственнымъ путемъ, благодаря интервенціонной дѣятельности банковъ, можетъ значительно расшириться. Совершенно правильно

поэтому поступаютъ тѣ, кто, въ цѣляхъ подъема курса государственныхъ займовъ, стремится найти для нихъ широкій интернаціональный рынокъ.

Все это примѣнимо и къ акціямъ. И здѣсь, чѣмъ шире рынокъ, тѣмъ сильнѣе проявляется тенденція курсовъ къ повышенію сравнительно съ другими равноцѣнными бумагами съ незначительнымъ рынкомъ. По этой причинѣ и обороты съ срочными сдѣлками также дѣйствуютъ повышающимъ образомъ на цѣны, благодаря присущему имъ свойству расширять рынокъ. Но и въ отношеніи акцій необходимо принять въ разсчетъ, что рынокъ не всегда предоставляется на произволъ собственной судьбѣ, а можетъ находиться подъ верховнымъ надзоромъ заинтересованныхъ лицъ, банковъ и т. д.

При небольшомъ рынкѣ возникаютъ еще и другіе вопросы относительно образованія цѣнъ. Надо различать, находится ли матеріалъ и въ какомъ именно количествѣ въ прочныхъ рукахъ, и дальше, въ рукахъ ли банка, уполномоченнаго продавать отдѣльныя бумаги соотвѣтственно съ спросомъ, или въ рукахъ отдѣльныхъ крупныхъ акціонеровъ, которые прибираютъ къ рукамъ всѣ акціи. Въ этомъ случаѣ образованіе цѣнъ всецѣло зависитъ отъ этихъ держателей бумагъ: малѣйшій спросъ—можетъ быть, даже искусственно инсценированный—рѣзко повышаетъ курсъ. Подобное положеніе рынка очень легко можетъ быть использовано въ цѣляхъ пріукрашенія баланса. Повышеніе курса при такихъ условіяхъ создаетъ искусственное увеличеніе прибылей или скрытые резервы. Не лишено поэтому справедливости требованіе пріостанавливать котировку бумагъ общества, если извѣстная часть акцій его изъята изъ обращенія.

2. Денежная сила спекулянтовъ — второй техническо-биржевой факторъ. Личности, участвующія въ спекуляціи, обладаютъ въ высшей степени неравными денежными силами. Особая роль въ образованія цѣнъ принадлежитъ такъ называемымъ „слабымъ рукамъ“; это именно тѣ мелкіе спекулянты, которые даютъ толчокъ, вызывающій переломъ спекуляціи. Для рынка этотъ родъ покупателей становится особенно опаснымъ, когда при сильно повышенномъ курсѣ они выступаютъ, какъ послѣдніе ряды покупателей. При обратномъ движеніи курса ихъ взносы быстро исчерпываются, и продажа бумагъ неминуема. Эта продажа вызываетъ затѣмъ новое паденіе курсовъ, такъ что чѣмъ дальше, тѣмъ все болѣе и болѣе новыя „слабыя руки“ переходятъ къ реализаціи своихъ обязательствъ.

Но денежныя силы профессіональной спекуляціи также имѣютъ большое значеніе. Если денежныя силы отдѣльнаго спекулянта или всей ихъ совокупности незначительны, то онѣ весьма скоро истощаются и теряютъ возможность поддерживать курсы новыми покупками. Благопріятныя извѣстія при подобныхъ обстоятельствахъ врядъ ли могутъ возымѣть какое-нибудь вліяніе на курсы, развѣ только выступятъ новыя группы покупателей (банки, публика). Дѣйствіе подобныхъ извѣстій на курсы было бы безспорно значительнѣе, если бы въ рядахъ покупателей была также спекуляція съ крупными покупательными силами. Во всякомъ случаѣ, благопріятное или неблагопріятное извѣстіе само по себѣ еще не можетъ служить рѣшающимъ моментомъ для измѣненія курсовъ. Важна здѣсь, прежде всего, еще и возможность для спекуляціи дѣйствовать соотвѣтствующимъ образомъ.

Наконецъ, очень большое значеніе для высоты курса имѣетъ еще *3*, данное *соотношеніе спекулятивныхъ обязательствъ*.

Что подразумѣвается подъ этимъ соотношеніемъ? Сопоставленіе кассовыхъ и срочныхъ сдѣлокъ способствуетъ выясненію этого. Если кто-нибудь продаетъ за наличный расчетъ, онъ долженъ доставить акціи—самое позднее—на третій день, и лишь такимъ путемъ его обязательство по отношенію къ биржѣ погашается. Продавецъ при наличныхъ сдѣлкахъ не имѣетъ больше никакого интереса къ дальнѣйшему развитію курсовъ; самое большее, что онъ можетъ еще сдѣлать,—это опять купить, если курсъ понизится. Онъ *можетъ* опять купить, но онъ *не обязанъ* покупать. Продавецъ за наличный расчетъ не играетъ никакой роли при обсужденіи положенія рынка. Немного иначе обстоитъ дѣло съ покупателемъ при сдѣлкѣ на наличныя. Здѣсь уже возникаетъ вопросъ: кто этотъ покупатель? Капиталистъ-ли, который пріобрѣтаетъ бумаги для болѣе или менѣе продолжительнаго помѣщенія капитала, или же спекулянтъ, который при повышеніи курса опять намѣренъ ихъ сбыть. Наличность въ этомъ послѣднемъ случаѣ намѣренія продать существенна при обсужденіи положенія рынка.

При срочной сдѣлкѣ покупатель оказывается въ такомъ же положеніи: онъ намѣренъ опять продавать (лишь рѣдко случается, чтобы покупателемъ въ срочной сдѣлкѣ оказался капиталистъ). Вслѣдствіе этого, при большихъ покупкахъ на срокъ, во всякомъ случаѣ возникаетъ возможность предвидѣть, что на рынкѣ произойдутъ новыя продажи. Продавцомъ въ срочной сдѣлкѣ можетъ оказаться бланковый продавецъ, т. е. продающій

объекты, которыхъ онъ въ данную минуту совсѣмъ не имѣетъ. Въ этомъ случаѣ онъ долженъ купить эти объекты въ благопріятный моментъ, чтобы быть въ состояніи выполнить свои обязательства по поставкѣ. Онъ, стало быть, по отношенію къ рынку взялъ на себя извѣстное обязательство, которое можетъ, правда, быть отсрочено, но которое, въ концѣ концовъ, можетъ быть погашено не иначе, какъ соотвѣтствующей покупкой бумагъ. Эту покупку и долженъ учитывать рынокъ. Подъ соотношеніемъ спекулятивныхъ обязательствъ надо, слѣдовательно, понимать: родъ и размѣры заключенныхъ на срокъ обязательствъ повышателей и понижателей и ихъ взаимоотношеніе въ данный моментъ.

При каждой куплѣ-продажѣ, конечно, другъ противъ друга стоятъ и покупатель, и продавецъ; но было бы большой ошибкой думать, что въ торговлѣ на срокъ всегда выступаютъ и равносильныя партіи повышателей и понижателей,—партіи покупателей и продавцовъ, которые и соперничаютъ между собою за правильную цѣну. На самомъ же дѣлѣ продавецъ иногда можетъ оказаться реализующимъ повышателемъ, стремящимся къ опредѣленной компенсаціи, слѣдовательно, онъ не долженъ непремѣнно быть понижателемъ, вступающимъ въ борьбу съ противной партіей. Затѣмъ, и покупатель можетъ быть покрывающимъ себя понижателемъ, т. е. вести понижательную политику для покрытія, а потомъ, по окончаніи своей покупки, онъ можетъ потерять всякій интересъ къ дальнѣйшему движенію курсовъ. Само собой разумѣется, возможно и столкновеніе дѣйствительныхъ повышателей и понижателей, которые по существу дѣла имѣютъ совершенно противоположные интересы по отношенію къ движеніямъ курсовъ. Во всякомъ случаѣ, обязательства повышателей и понижателей не должны непремѣнно находиться въ равновѣсіи; и тѣ, и другія могутъ различнымъ образомъ распредѣляться среди отдѣльныхъ группъ и лицъ, такъ что у профессіональной спекуляціи или у публики перевѣсъ можетъ оказаться на сторонѣ тѣхъ или другихъ; или же будетъ отсутствовать или, наоборотъ, исключительно господствовать одна какая-нибудь группа обязательствъ.

Для образованія цѣнъ, однако, данное распредѣленіе обязательствъ имѣетъ огромное значеніе. Изъ ряда безчисленныхъ комбинацій необходимо выдѣлить здѣсь лишь нѣкоторыя.

Если верхъ одерживаютъ повышательныя сдѣлки, или—выражаясь техническо-биржевымъ языкомъ—все спекулируетъ на повышеніе, то въ одно прекрасное утро долженъ оказаться недо-

статокъ въ новыхъ покупателяхъ. При такихъ обстоятельствахъ благопріятныя извѣстія врядъ ли могутъ оказать какое-нибудь дѣйствіе на курсъ, такъ какъ покупать больше некому, и если даже появляется какой-нибудь покупатель, то ему сбываются только уже существующія обязательства повышателей. Такимъ образомъ, случается, что курсы, несмотря на цѣлый рядъ событій, въ теченіе нѣкотораго времени остаются безъ движенія. Для общаго положенія биржи такое распредѣленіе обязательствъ опасно. Опасно потому, что если внезапно случается событіе неблагопріятнаго свойства, вдругъ всѣ устремляются продавать, и эта стремительность продажъ можетъ повлечь за собой настоящую панику. Фактически кризисы, главнымъ образомъ, и наступали именно тогда, когда на биржѣ наблюдалось подобное распредѣленіе обязательствъ.

Когда обязательства повышателей и понижателей на биржѣ распредѣлены равномѣрно, образованіе цѣнъ въ теченіе болѣе или менѣе продолжительнаго времени происходитъ подъ контролемъ борющихся партій. Но и въ этомъ положеніи легко можетъ случиться, что одна изъ этихъ партій „будетъ побита“, и перемѣна ею позиціи можетъ вызвать внезапныя измѣненія курсовъ. Многое еще въ подобныхъ случаяхъ зависитъ отъ поведенія публики: если она выступаетъ съ покупками, она тѣмъ самымъ побуждаетъ понижателей къ покрытіямъ, которыя способствуютъ повышенію курсовъ [1]).

Перевѣсъ обязательствъ понижателей тотчасъ же производитъ соеобразное дѣйствіе на образованіе цѣнъ. Неблагопріятныя сообщенія врядъ ли могутъ оказать на курсъ еще какое-нибудь вліяніе, такъ какъ продавцовъ нѣтъ, и понижатели обнаруживаютъ скорѣе готовность къ покрытіямъ. Вотъ почему старая биржевая поговорка гласитъ, что биржа „наиболѣе устойчива“, когда на сцену выступаетъ большое количество понижательныхъ обязательствъ. Если при подобномъ настроеніи биржи вдругъ наступаетъ какое-нибудь благопріятное событіе, покупки для покрытія иногда вызываютъ внезапное повышеніе курсовъ. То же самое происходитъ, когда пролонгація становится затруднительной,

[1]) Вопросъ о дѣйствіи срочныхъ сдѣлокъ на образованіе цѣнъ, вызываютъ ли онѣ обостреніе или смягченіе колебаній курса, а также о цѣлесообразности вообще игры на пониженіе, не можетъ быть прямо выясненъ изъ существа срочной сдѣлки. Отвѣтъ на этотъ вопросъ зависитъ, главнымъ образомъ, отъ того, какое направленіе принимаютъ на биржѣ въ томъ или въ другомъ случаѣ личные и техническіе биржевые факторы.

и понижатели вынуждены для исполненія своихъ обязательствъ по поставкѣ прибѣгнуть къ обратной покупкѣ бумагъ.

Если же, наконецъ, повышательныя обязательства находятся въ рукахъ публики, а понижательныя въ рукахъ спекуляціи, тогда опять таки положеніе биржи небезопасно. Обыкновенно такое распредѣленіе обязательствъ можно наблюдать во времена рѣзкаго повышенія курсовъ: если вдругъ наступаетъ какое-нибудь побочное обстоятельство, которое побуждаетъ публику къ продажамъ, то тутъ уже дальнѣйшія бланковыя продажи со стороны спекуляціи ставятъ своей цѣлью вызвать внезапное паденіе курсовъ.

Изъ этихъ краткихъ указаній можно видѣть, какую роль биржевые ангажементы играютъ при образованіи цѣнъ. Вотъ почему спекуляція прилагаетъ особыя усилія къ тому, чтобы въ каждомъ случаѣ изучить данное распредѣленіе обязательствъ, техническо-биржевыхъ факторовъ, чтобы сообразно съ этимъ дать то или другое направленіе своей дѣятельности. Но возможность составить правильную точку зрѣнія въ высокой степени зависитъ отъ того, концентрируется ли совокупность всѣхъ оборотовъ на биржѣ или же въ различныхъ мѣстахъ внѣ биржи. Это послѣднее имѣетъ мѣсто тамъ, гдѣ крупные банки, въ качествѣ комиссіонеровъ публики, совершаютъ у себя большую часть сдѣлокъ.

II. Установленіе курсовъ.

Вопросъ о томъ, какъ устанавливаются связанные съ итогами биржевой дѣятельности цѣны и курсы, какъ они становятся достояніемъ гласности,—различно рѣшается на отдѣльныхъ биржахъ. Вотъ почему установленіе курса находится въ тѣсной связи съ существомъ маклерскаго дѣла, которое на отдѣльныхъ биржахъ получило различную постановку. Общественное мнѣніе имѣетъ два основанія, по которымъ его могутъ интересовать точныя свѣдѣнія о направленіи курсовъ. Во-первыхъ, большая часть заинтересованныхъ въ цѣнныхъ бумагахъ лицъ ведетъ свои дѣла не непосредственно на биржѣ, а поручаетъ ихъ веденіе ряду посредствующихъ лицъ. Затѣмъ, курсъ представляетъ собой основу, по которой производятся всѣ разсчеты по вложеннымъ въ цѣнныя бумаги капиталамъ. Поэтому правильное установленіе курса и его оглашеніе—это цѣль, къ которой стремятся вездѣ и повсюду.

A. Методъ лондонской биржи. Лондонская биржа—это ча-

стный союзъ, члены котораго дѣлятся на 2 группы. Къ одной группѣ принадлежатъ jobbers, или dealers, которые ведутъ торговлю цѣнными бумагами. Они покупаютъ и продаютъ цѣнныя бумаги и могутъ вступать въ дѣловыя сношенія только съ такими же, какъ и они, jobber'ами, а также съ brocker'ами, которые образуютъ вторую группу лицъ, ведущихъ дѣла на биржѣ. Они, такимъ образомъ, и составляютъ рынокъ, на которомъ во всякое время возможно заключеніе сдѣлокъ. Отдѣльные jobber'ы спеціализировались на отдѣльныхъ бумагахъ, такъ что внутри биржи опять возникло извѣстное число спеціальныхъ рынковъ. Въ противоположность этому, brocker'ы являются исключительно посредниками: они-то своей посредствующей дѣятельностью и завязываютъ сношенія между внѣшнимъ міромъ (т. е. банками, банкирами, публикой) и биржей, т. е. вышеупомянутыми dealer'ами. Brocker'ы обязаны переданныя имъ дѣла приводить въ исполненіе черезъ торговцевъ. Только въ двухъ случаяхъ могутъ они отъ этого уклониться: во-первыхъ, съ разрѣшенія контрагентовъ они могутъ компенсировать между собою взаимно тождественные приказы, что должно быть отмѣчено въ разсчетной записи. Во-вторыхъ, разрѣшается также заключать сдѣлки съ эмиссіонными фирмами при выпускахъ отдѣльныхъ бумагъ, стало быть, въ этомъ случаѣ покупать и продавать для своихъ довѣрителей.

Дѣловыя отношенія между brocker'омъ и jobber'омъ выражаются въ томъ, что первый предлагаетъ послѣднему назвать курсъ той или другой бумаги, по которому онъ готовъ заключить сдѣлку. Jobber въ отвѣтъ на это указываетъ два курса: курсъ, по которому онъ готовъ купить, и другой курсъ, по которому онъ намѣренъ продать. Другими словами, jobber называетъ два курса: „Geld и „Brief- Kurs"), совершенно не зная, желаетъ ли brocker продать или купить. Послѣ этого brocker можетъ опросить другого, третьяго jobber'а, пока не найдетъ, наконецъ, благопріятный для себя курсъ. На первый взглядъ положеніе jobber'а можетъ показаться страннымъ: въ одно и то же время онъ обязанъ и покупать, и продавать. Нужно, однако, принять во вниманіе, что къ нему стекается огромное число порученій, такъ что онъ въ любое время можетъ возстановить для себя равновѣсіе. Даже если это и невозможно въ настоящую минуту, онъ можетъ, благодаря соотвѣтствующему установленію курса, создать такую приманку для покупки и продажи, что компенсація для него станетъ достижима въ ближайшій моментъ. Конечно, нельзя сказать, что занятіе jobber'а совсѣмъ

уже безъ риска; этимъ и объясняется, почему для менѣе ходкихъ бумагъ этотъ видъ установленія цѣнъ не всегда примѣняется.

Разъ brocker акцептировалъ предложеніе jobber'a, онъ обязанъ отмѣтить курсъ на доскѣ. Однако, эта обязанность не всегда исполняется, такъ что издаваемые Биржевымъ Комитетомъ списки, которые черпаютъ свѣдѣнія о курсѣ изъ означенныхъ отмѣтокъ, весьма и весьма ненадежны. Еще меньше цѣны можно придавать только публикуемымъ двойнымъ курсамъ, спроса и предложенія („Geld" и „Brief"), такъ какъ выставляемыя отдѣльными jobber'ами обозрѣнія цѣнъ часто весьма значительно между собой расходятся. Наконецъ, часто путемъ опроса извѣстнаго числа jobber'овъ изъ оглашаемыхъ ими цѣнъ выводится средній курсъ, который, естественно, ничего не говоритъ о томъ, была ли въ дѣйствительности хоть одна сдѣлка заключена по этому курсу. Рядомъ съ этой оффиціальной публикаціей курса существуетъ еще частное учрежденіе, которое снабжаетъ большинство газетъ свѣдѣніями о курсахъ. Телеграфное общество ежедневно командируетъ своихъ представителей на биржу, которые разспрашиваютъ jobber'овъ о курсѣ и пытаются при помощи отмѣтокъ на таблицахъ о курсѣ дать исчерпывающую картину положенія рынка.

Для работающихъ на самой биржѣ членовъ лондонской биржи такое установленіе курса, пожалуй, и достаточно; но для находящейся внѣ биржи публики подобный видъ установленія курса приходится считать далеко недостаточнымъ. Пожалуй, удовлетворительна подобная практика для того, чтобы установить, какимъ, приблизительно, курсомъ пользуется та или другая бумага; но этотъ пріемъ уже совершенно непригоденъ для того, чтобы опредѣлить, можно ли дѣйствительно выполнить порученіе по данному курсу. Во всякомъ случаѣ, brocker, по господствующему на биржѣ порядку, обязанъ каждому препоручителю, по желанію, предъявить подлинную разсчетную запись, а изъ нея уже явствуетъ подлинный курсъ, по которому сдѣлка совершена.

B. Методъ аукціоновъ на англійскихъ провинціальныхъ биржахъ. При этомъ способѣ биржевое управленіе сознательно принимаетъ самыя рѣшительныя мѣры для установленія курса, устраивая настоящій аукціонъ на отдѣльныя бумаги въ теченіе биржевого собранія. При посредствѣ должностныхъ лицъ биржи выкликаются отдѣльныя бумаги одна за другой, и заинтересован-

нымъ лицамъ предоставляется объявить, какія сдѣлки и по какимъ цѣнамъ они желаютъ заключить. Приведенныя въ извѣстность цѣны затѣмъ оффиціально публикуются. Этотъ пріемъ имѣетъ тотъ недостатокъ, что во время аукціона дѣла съ другими бумагами пребываютъ въ покоѣ, и произведеннымъ шумомъ вся биржа направляетъ по очереди свое вниманіе на отдѣльныя бумаги, хотя не всѣ, конечно, посѣтители биржи имѣютъ одинаковый интересъ къ этимъ бумагамъ. Кромѣ того, путемъ фиктивныхъ сдѣлокъ легко могутъ быть искажены цѣны. Аукціонные пріемы, поэтому, примѣнимы только при небольшихъ оборотахъ.

С. Методъ регистраціи курса. Этотъ пріемъ съ болѣе или менѣе значительными отступленіями примѣняется на большинствѣ биржъ.

Въ Парижѣ курсы, по которымъ состоялись сдѣлки, передаются сторонами биржевому должностному лицу, которое ихъ отмѣчаетъ въ особомъ биржевомъ реестрѣ. Къ закрытію биржи собираются уже всѣ оффиціальные маклера, чтобы установить курсъ, подлежащій внесенію въ котировочный бюллетень. Въ этомъ бюллетенѣ отмѣчаются: первый курсъ—послѣдній курсъ, низшій и высшій курсъ. Кромѣ того, выводится еще средній курсъ для бумагъ, обращающихся на кассовомъ рынкѣ.

Подобнымъ же образомъ происходитъ установленіе курса и на вѣнской биржѣ [1]).

Въ Гамбургѣ не всѣ посѣтители биржи могутъ принимать участіе въ установленіи курса. Только внесенные въ фирменный реестръ посѣтители биржи имѣютъ право объявить достигнутый ими курсъ для опубликованія, которое уже производится биржевымъ управленіемъ.

При системѣ регистраціи курсовъ не всегда можно предупредить одно отрицательное явленіе—доставленіе неточныхъ или даже ложныхъ свѣдѣній. Зато уже, если объявленія точны, тогда этотъ пріемъ даетъ хорошій обзоръ положенія рынка. Конечно, изъ группировки начальнаго и окончательнаго, высшаго и низшаго курсовъ нельзя еще узнать ни направленія колебаній, ни развитія дѣлъ на рынкѣ. Лицо, не находящееся на биржѣ, не можетъ никогда твердо знать, дѣйствительно ли посчитанный ему курсъ является курсомъ заключенной сдѣлки.

---

[1]) Объ установленіи курсовъ и порядкѣ котировки на петроградской биржѣ см. выше въ статьѣ *В. П. Кардашева.*

Въ противоположность этому, пріемъ регистраціи курса на нью-іоркской биржѣ представляетъ нѣкоторыя преимущества. Здѣсь также о каждой заключенной сдѣлкѣ должно быть сообщено комитету, которымъ она и регистрируется. Отсюда же при посредствѣ такъ называемыхъ Ticker'овъ о сдѣлкахъ сообщается немедленно всѣмъ заинтересованнымъ лицамъ внѣ биржи телеграфнымъ путемъ; при этомъ оповѣщается не только курсъ, но и сумма „сдѣланныхъ“ бумагъ и время совершенія сдѣлки. Такимъ образомъ, каждый банкъ, каждый спекулянтъ, чуть ли не каждая кофейня, имѣютъ возможность знать все, что произошло на биржѣ, въ какой послѣдовательности часъ за часомъ развивались биржевые обороты. Каждый немедленно имѣетъ возможность контролировать курсъ и въ каждомъ удобномъ случаѣ выступить на рынокъ съ покупкой или продажей. Нужно, однако, имѣть въ виду, что въ Европу по кабелю сообщаются опять таки лишь высшіе, низшіе или средніе курсы, достигнутые на биржѣ, которые не всегда точно отражаютъ положеніе дѣлъ.

D. *Выясненіе курса на берлинской биржѣ*,—такъ называемый, берлинскій единый курсъ. Методъ берлинской биржи отличается весьма существенно отъ описанныхъ до сихъ поръ методовъ выясненія и публикаціи курса: для кассовыхъ сдѣлокъ курсъ въ Берлинѣ не регистрируется, а ежедневно выводится единый курсъ для всѣхъ сдѣлокъ съ отдѣльными бумагами. Главную роль при этомъ играютъ оффиціальные курсовые маклера, на которыхъ возлагается какъ посредничество въ сдѣлкахъ, такъ и установленіе курса. Участіе самихъ маклеровъ въ сдѣлкахъ является весьма ограниченнымъ; именно, оно должно проявляться лишь постолько, посколько производимое въ надлежащемъ порядкѣ установленіе курса оправдываетъ пріемъ и распредѣленіе небольшихъ суммъ цѣнныхъ бумагъ. Кромѣ курсовыхъ маклеровъ, существуетъ еще большое число вольныхъ маклеровъ, которые не подчинены никакимъ ограниченіямъ и могутъ, слѣдовательно, свободно посредничать, заключать сдѣлки и спекулировать. Однако, главнымъ образомъ въ рукахъ оффиціальныхъ курсовыхъ маклеровъ (ихъ приблизительно около 80) находится посредническая дѣятельность при кассовыхъ сдѣлкахъ, посколько таковая дѣятельность въ данномъ случаѣ еще необходима на биржѣ.

Процессъ установленія курса приблизительно таковъ: каждые два маклера образуютъ особую группу; между этими группами

и распредѣляются всѣ 2.000 (круглымъ счетомъ) бумагъ, обращающихся на берлинской биржѣ, такъ что на каждую группу,—смотря по оживленности рынка тѣхъ или другихъ предпріятій,—приходится опредѣленное количество (отъ 20 до 70) бумагъ. Это распредѣленіе видно изъ надписей, такъ что каждое заинтересованное лицо легко можетъ найти назначеннаго для данной бумаги маклера. При установленія курса нужно различать три стадіи:

a. Время предварительныхъ приготовленій—отъ двѣнадцати до половины второго пополудни. Въ теченіе этого времени маклера принимаютъ порученія по покупкѣ и продажѣ отъ посѣтителей биржи, главнымъ образомъ, отъ банковъ, съ опредѣленными предѣлами курсовъ. Однако, оба маклера не работаютъ совмѣстно, а каждый изъ нихъ старается получить для себя возможно больше порученій. До половины второго всѣ порученія концентрируются, такимъ образомъ, въ книгахъ маклеровъ; до этого времени едва ли произошли какія-нибудь окончательныя сдѣлки. Всѣ дѣла пока еще висятъ, такъ сказать, въ воздухѣ.

b. Въ половинѣ второго начинается приведеніе курса въ извѣстность, и это продолжается до 2 часовъ, слѣдовательно, полчаса. Для каждой бумаги устанавливается единый курсъ, по которому можно выполнить всѣ порученія, посколько это допускаютъ постановленные маклерамъ ихъ довѣрителями предѣльные курсы. Этотъ единый курсъ, слѣдовательно, имѣетъ мѣсто не при сдѣлкахъ между отдѣльными контрагентами, а выводится маклерами для всѣхъ заключаемыхъ сдѣлокъ; а это, согласно биржевымъ порядкамъ, и есть тотъ курсъ, по которому (такъ, по крайней мѣрѣ, предполагается) *большинство* порученій выполнимо. Для этой цѣли каждый маклеръ ближайшимъ образомъ, на основаніи поступившихъ къ нему порученій, выводитъ курсъ, по которому онъ для себя большинство порученій находитъ выполнимымъ. Затѣмъ оба маклера при полнѣйшей гласности вступаютъ между собой въ переговоры, чтобы изъ этихъ найденныхъ ими курсовъ опредѣлить единый курсъ, по которому возможно было бы выполнить полностью всѣ порученія. Они совѣщаются до тѣхъ поръ, пока не сойдутся, наконецъ, на какомъ-нибудь опредѣленномъ курсѣ. Пока длятся эти переговоры, присутствующіе посѣтители биржи могутъ выступить съ новой покупкой или продажей, такъ что положенный въ основаніе совѣщанія маклеровъ курсъ опять можетъ перетерпѣть измѣненіе. Эти колебанія то въ ту, то въ другую сторону про-

должаются до тѣхъ поръ, пока не состоится соглашеніе. Если же оно не достигнуто, биржевое управленіе самостоятельно устанавливаетъ соотвѣтствующій положенію рынка курсъ.

Примѣръ установленія курса:

Поступили порученія:

На покупку:	На продажу:
1. 10.000 по 120%	4. 20.000 по 120%
2. 5.000 „ 119%	5. 30.000 „ 121%
3. 10.000—какъ можно дешевле.	

Курсъ установится въ 120, такъ какъ по этому курсу №№ 4, 1 и 3 могутъ быть выполнены; №№ 2 и 5 останутся невыполненными.

c. Третья стадія, собственно, и есть установленіе курса. Если только между маклерами и активными посѣтителями биржи достигнуто соглашеніе насчетъ курса, то одна за другой идутъ на обсужденіе въ 40 группахъ маклеровъ всѣ циркулирующія бумаги, послѣ чего курсовые маклера направляются въ такъ называемую курсовую комнату. Здѣсь они сообщаютъ биржевому правленію установленный ими на совѣщаніи курсъ; за правленіемъ же остается право подвергнуть этотъ курсъ особому, болѣе тщательному изслѣдованію путемъ обзора и наведенія соотвѣтствующихъ справокъ въ маклерскихъ книгахъ. Въ большинствѣ случаевъ биржевое правленіе не пользуется, конечно, своимъ правомъ, такъ что фактически установленіе курса всецѣло находится въ рукахъ должностныхъ маклеровъ. Начиная съ этого момента, курсы поступаютъ въ типографію для изготовленія оффиціальнаго котировочнаго бюллетеня, который уже въ 3 часа дня выпускается въ свѣтъ.

Что можно сказать объ этомъ методѣ единаго курса?

1. Приведеніе къ единому курсу обозначаетъ, прежде всего, весьма дѣйствительную концентрацію спроса и предложенія. Не только по методу, но и по времени дѣла сосредоточиваются въ одномъ пунктѣ. Для бумагъ съ большимъ рынкомъ эта концентрація безъ сомнѣнія знаменуетъ болѣе совершенное образованіе цѣны, чѣмъ если бы незначительный оборотъ расходился по различнымъ мѣстамъ.

2. Точно такъ же ясно, что, чѣмъ менѣе биржевая публика обнаруживаетъ заботливости объ установленіи кассоваго курса,— тѣмъ болѣе нормировка курса собственно предоставлена на произволъ маклеровъ или заинтересованныхъ банкирскихъ домовъ.

Значеніе этого факта выступаетъ замѣтнѣе, если принять

во вниманіе вліяніе остатковъ на установленіе курса. Если, примѣрно, поступили слѣдующія порученія:

На покупку:	На продажу:
50.000 по 100	110.000 возможно выгоднѣе,
30.000 по 98	
20.000 по 95	

тогда при курсѣ 95 не хватаетъ еще 10.000, чтобы всю продажу въ 110.000 выполнить наилучшимъ образомъ. Если теперь самъ маклеръ или какой-нибудь банкирскій домъ предложитъ эти 10.000 по курсу 90, тогда всѣ порученія будутъ выполнены по 90, даже тѣ, которыя предлагали за 50.000 по 100, за 30.000 по 98 и т. д. Такимъ образомъ, эти послѣднія получаютъ болѣе дешевый курсъ, между тѣмъ какъ продавецъ за всѣ свои 110.000 получаетъ только 90%. Не будь этого единаго курса, онъ при своей продажѣ получилъ бы гораздо больше выгоды, просто потому, что онъ продалъ бы 50.000 по 100, 30.000 по 98 и т. д. Значитъ, при единомъ курсѣ остатки во многихъ случаяхъ пріобрѣтаютъ рѣшающее значеніе, а съ этимъ могутъ быть связаны и значительныя измѣненія курса со дня на день. Во всякомъ случаѣ, это предупреждается до нѣкоторой степени тѣмъ, что маклера обязаны отмѣчать на доскѣ всякія предстоящія болѣе или менѣе значительныя измѣненія курса знаками $+ + +$ или $\div \div \div$ Благодаря этому, вниманіе заинтересованыхъ лицъ обращается на установленіе курса, и они могутъ немедленно покупками или продажами принять свои мѣры для его поддержанія.

3. Въ противовѣсъ этому, огромное преимущество берлинскаго единаго курса заключается въ томъ, что всѣ комиссіонеры,—каковыми въ Германіи являются исключительно банки,—въ основаніе всѣхъ своихъ разсчетовъ съ довѣрителями кладутъ единый курсъ. Публика, стало быть, имѣетъ возможность во всякое время контролировать, принялъ ли комиссіонеръ въ своихъ разсчетахъ правильный курсъ. Злоупотребленія маклеровъ съ курсами здѣсь, слѣдовательно, совершенно исключаются. Вотъ почему говорятъ даже, что нигдѣ публика не обслуживается столь солиднымъ образомъ, какъ въ кассовыхъ сдѣлкахъ на берлинской биржѣ, и что единый курсъ болѣе всего способствовалъ росту этой биржи. Изъ германскихъ биржъ пріемъ единаго курса заимствовали также франкфуртская и мюнхенская.

Возникновеніе единаго курса надо отнести къ тому времени, когда обороты въ кассовыхъ сдѣлкахъ были еще весьма незначительны. Всегда тамъ, гдѣ дѣла становятся оживленными, заин-

тересованныя лица желаютъ также немедленно знать курсъ, по которому они могутъ заключать сдѣлки. Вотъ почему даже и теперь весьма часто можно наблюдать на берлинской биржѣ, какъ рядомъ съ оффиціально установленнымъ единымъ курсомъ заключаются сдѣлки по твердымъ курсамъ, если только почему-либо обороты съ какой-нибудь кассовой бумагой оживились. И недавно даже правительственнымъ комиссаромъ на берлинской биржѣ былъ поднятъ вопросъ, не будетъ ли цѣлесообразнѣе, чтобы при оживленныхъ оборотахъ текущія записи велись оффиціальнымъ путемъ.

Хотя къ этому недостатку единаго курса присоединяется еще и то неудобство, что остатки оказываютъ черезчуръ большое вліяніе на его установленіе, тѣмъ не менѣе въ биржевыхъ кругахъ съ большой цѣпкостью держатся за институтъ единаго курса. Всегда указываютъ на тѣ большія преимущества, которыя онъ доставляетъ публикѣ, но при этомъ обходятъ молчаніемъ, что этотъ-то именно методъ и является тѣмъ удобнымъ средствомъ, которое обезпечиваетъ банкамъ господство надъ курсомъ. (Ср. выше: Банки и образованіе цѣнъ).

Къ сказанному объ оффиціальномъ установленіи курса на берлинской биржѣ надо еще добавить, что оно ближайшимъ образомъ имѣетъ примѣненіе только къ кассовымъ сдѣлкамъ. *Въ срочныхъ сдѣлкахъ*, какъ и на другихъ биржахъ, соглашенія заключаются по текущему курсу, который, какъ и вездѣ, регистрируется. Необходимо, однако, еще упомянуть о двухъ особенностяхъ:

1. Установленіе начальнаго курса въ срочныхъ сдѣлкахъ также происходитъ по образцу установленія кассоваго курса. При содѣйствіи курсовыхъ маклеровъ начальный курсъ „выводится“ изъ поступившихъ предложеній и сдѣлокъ посѣтителей биржи и оффиціально отмѣчается, какъ единый курсъ. Установивъ начальный курсъ, биржевой маклеръ совершенно устраняется отъ дальнѣйшаго развитія срочной биржи, которое продолжается уже въ рукахъ самихъ дѣльцовъ. Примѣняющіеся въ сдѣлкахъ курсы отмѣчаются на доскѣ, благодаря чему создается текущая регистрація и вмѣстѣ съ тѣмъ дается обзоръ развитія рынка отдѣльныхъ бумагъ. Колебанія курса опубликовываются въ оффиціальныхъ бюллетеняхъ.

2. Вмѣстѣ съ текущей регистраціей срочныхъ курсовъ въ 2 часа пополудни выясняется также кассовый курсъ для срочныхъ бумагъ описаннымъ выше путемъ. Этотъ курсъ и отмѣчается

оффиціально. Вслѣдствіе этого, установленіе кассоваго курса привлекаетъ къ себѣ интересъ и срочныхъ спекулянтовъ, благодаря чему кассовый курсъ держится въ нѣкоторомъ соотвѣтствіи съ срочнымъ курсомъ. Но въ то время, какъ кассовая сдѣлка съ установленіемъ единаго курса къ 2 часамъ собственно заключена, срочныя дѣла продолжаются еще до 3 часовъ. Курсы, по которымъ въ теченіе этого времени состоялись сдѣлки, къ концу оффиціальной биржи вносятся еще въ списки, какъ курсы свободнаго оборота.

Сводя воедино все сказанное, надо въ заключеніе замѣтить, что на берлинской биржѣ собственно для всѣхъ бумагъ отмѣчается единый курсъ, но, такъ какъ съ главнѣйшими бумагами обыкновенно заключаются срочныя сдѣлки, при которыхъ дѣла совершаются по текущему курсу, то практическое значеніе единаго курса, главнымъ образомъ, выявляется въ большомъ количествѣ бумагъ, имѣющихъ менѣе оживленный рынокъ.

Литература: Dr. *W. Prion.* Die Preisbildung an der Wertpapierbörse. Leipzig 1910, и указанныя тамъ сочиненія.

Объекты фондовыхъ сдѣлокъ.

Статья **А. Н. Зака.**

Объекты фондовыхъ сдѣлокъ — цѣнныя бумаги — представляютъ огромную часть мірового богатства. Въ 1895 году Альфредъ Неймаркъ оцѣнивалъ общую совокупность движимыхъ цѣнностей въ 450 милліардовъ франковъ, въ 1912 году—онъ же исчислялъ это количество въ суммѣ 850 милліардовъ, т. е. увеличеніе оказалось въ 17 лѣтъ на 400 милліардовъ франковъ или почти на 100%, а за вычетомъ двойныхъ подсчетовъ 625—675 милліардовъ франковъ.

Средніе размѣры ежегодныхъ эмиссій съ 70-хъ г.г. Неймаркомъ опредѣляются по пятилѣтіямъ такъ:

Пятилѣтія.	Общая сумма эмиссій.	Въ среднемъ въ годъ. Милліарды фр.
1871—75 г.г.	45	9,0
1876—80 „	31,1	6,2
1881—85 „	24,1	4,8
1886—90 „	40,4	8,1
1891—95 „	40,4	8,1
1896—900 „	60,0	12,0
1901—905 „	83,7	16,7
1906—910 „	114,1	22,8
1911—912 „	39,7	19,8

По отдѣльнымъ странамъ общій итогъ для 1912 г. распредѣляется такъ (въ милліардахъ фр.):

Великобританія	145—150	Австро-Венгрія . .	25—26
Соед. Штаты	135—140	Италія	16—18
Франція	108—115	Японія	14—16
Германія	100—110	Прочія страны . .	50—65
Россія	32— 35		
		Итого	625—675 [1])

[1]) Докладъ *А. Неймарка* вѣнской сессіи Международнаго Статистическаго Института въ 1913 г. (См. рефератъ *М. И. Боголѣпова* въ „Вѣстникѣ Финансовъ“ 1913 г., № 46).

Что касается спеціально Великобританіи, то уже въ 1865 г. Гиффенъ исчислялъ стоимость обращающихся тамъ фондовъ въ $3^2/_3$ милліарда фунтовъ стерлинговъ, что составляло приблизительно $^1/_3$ часть всего народнаго богатства страны. Въ 1815 году на лондонской биржѣ котировалось 30 бумагъ, въ 1877 году—уже 1.367, а въ 1889 году—1.630 [1]). До 1867 года для лондонской котировки хватало 1 страницы, до 1889 года—4 страницы, до 1900 года—8 страницъ, до 1902—12 страницъ, теперь-же самымъ обширнымъ и разнообразнымъ листомъ цѣнностей въ свѣтѣ является „Daily Official List" лондонской фондовой биржи, который занимаетъ 16 страницъ [2]). Въ 1885 году номинальная цѣнность котирующихся на лондонской биржѣ бумагъ равнялась 5,48 милліардовъ фунтовъ, въ 1909 году—10,2. Котировальный листъ лондонской биржи раздѣленъ на 38 группъ. Согласно даннымъ на 31 декабря 1912 года [3]), приходится на:

Британскіе фонды	1.012	милл. ф. ст.
Иностранныя цѣнности	3.132	„
Американскія жел.-дор. цѣнности . . .	1.730	„
Британскія „ „ „ . . .	1.210	„
Иностранныя „ „ „ . . .	709	„
Индійскія и колоніальныя „ . . .	439	„
Бумаги колоніальныхъ и провинціальныхъ правительствъ	403	„
Бумаги публичныхъ учрежденій и корпорацій	277	„
Торгово-промышленныя цѣнности . . .	380	„
	9.292	„

Что касается спеціально акціонерныхъ компаній Англіи, то всего въ настоящее время въ Англіи таковыя имѣютъ выплаченный (paid up) капиталъ въ 2.222.293.974 фунтовъ стерлинговъ [4]).

Во Франціи число бумагъ, котирующихся на парижской биржѣ, съ 30 въ 1830 г. и 152 въ 1852 г. увеличилось къ 1869 г. до 402 и къ 1883 г. до 783. Спустя 20 лѣтъ, число этихъ бумагъ до-

[1]) *H. H. Basset.* The english Commerce, 1913, стр. 113.

[2]) *И. Х. Озеровъ.* Основы финансовой науки, т. II, Москва, 1914 г., изд. 4, стр. 304.

[3]) *F. Hirst.* The Stock Exchange, стр. 137–8.

[4]) Ср. Annual Stock Exchange Official Intelligence и *I. Wheeler,* The Stock Exchange, London, 1913, стр. 23.

стигло, по даннымъ Неймарка, 1.131 съ общей цѣнностью приблизительно въ 130 милліардовъ, къ чему необходимо, разумѣется, прибавить для полноты подсчета свыше 7 милліардовъ цѣнностей, котирующихся въ кулиссѣ, и свыше $1^1/_2$ милліардовъ на 6 важнѣйшихъ провинціальныхъ биржахъ.

Относительно Пруссіи въ 70-хъ годахъ прошлаго столѣтія произведены были подсчеты профессоромъ Г. Шмоллеромъ, согласно коимъ цѣнныхъ бумагъ было въ Пруссіи на 16—20 милліардовъ марокъ; съ тѣхъ поръ эта сумма увеличилась и теперь составляетъ не меньше $^1/_4$ части всего богатства Пруссіи. Въ настоящее время биржевой бюллетень берлинской биржи заключаетъ въ себѣ 2.500 различныхъ цѣнныхъ бумагъ [1]).

На петроградской биржѣ котировалось на 1 января 1913 года процентныхъ бумагъ на 17,0 милліардовъ рублей, именно, облигацій на 15,5 милліардовъ и акцій на 1,5 милліардовъ рублей [2]). Всего на петроградской биржѣ въ 1912 году обращались (согласно оффиціальному бюллетеню) акціи 295 предпріятій, фактически-же котировались акціи 173 предпріятій. Въ 1911 году изъ общаго числа 1.617 акціонерныхъ компаній, существующихъ въ Россіи, на петроградской биржѣ котировались акціи 275.

По позднѣйшимъ свѣдѣніямъ „Торгово-Промышленной Газеты“ отъ 1 марта 1913 г., № 50, наличность процентныхъ бумагъ въ Россіи исчислялась слѣдующими суммами:

Къ концу года.	Государственные займы и гарантированныя правительствомъ облигаціи:	Ипотечныя цѣнности, выпущенныя въ обращеніе част. ипотечн. учрежденіями.	Итого.	Приростъ за годъ.
	Въ милліонахъ рублей.			
1900	3.212	1.903	5.115	
1901	3.382	1.960	5.342	+ 227
1902	3.434	2.070	5.504	+ 162

[1]) Berliner Börse von 1885—1913, стр. 114.

[2]) *В. З.* Цѣнныя бумаги на петербургской биржѣ, „Торгово-Промышленная Газета“, 22 августа 1913 года. Эти данныя не совсѣмъ совпадаютъ съ приведенными ниже разсчетами. По даннымъ изданія гофъ-маклера петроградской биржи *В. А. Гетца*. „СПБ. биржа въ 1913 г.“ (СПБ. 1914), въ теченіе одного 1913 года включено въ котировку петроградской биржи бумагъ на 712.457.518 р. 70 к. Что касается преобладанія на петроградской биржѣ облигацій, то это объясняется тѣмъ фактомъ, что на государственные займы приходится 8,6 милліардовъ рублей. Ср. также *И. И. Левинъ*, Петербургская биржа въ 1899—1912 г.г. и дивидендныя цѣнности („Вѣстникъ Финансовъ“ 1914 г., № 13) и его же статью „Ростъ петроградской биржи“ въ настоящемъ томѣ.

1903	3.563	2.157	5.720 + 216
1904	3.912	2.230	6.142 + 432
1905	4.462	2.252	6.714 + 572
1906	4.739	2.247	6.986 + 272
1907	4.906	2.229	7.135 + 149
1908	5.151	2.257	7.408 + 273
1909	5.354	2.356	7.710 + 302
1910	5.505	2.565	8.070 + 360
1911	5.782	2.793	8.575 + 505
1912	6.027	2.956	8.983 + 408
Приростъ съ 1900 г. по 1912 г.	+2.815	+1.053	+3.868

Такимъ образомъ, съ 1900 по 1912 г., общая сумма процентныхъ бумагъ, за исключеніемъ акцій и негарантированныхъ облигацій, увеличилась съ 5.115 милл. руб. до 8.983 милл. руб., или на 3.868 милл. руб. (+75,6%). Особенное увеличеніе емкости нашего рынка наблюдалось за послѣдніе годы, въ частности, въ четырехлѣтній промежутокъ 1909—1912 г.г.

По подсчетамъ „Торгово-Промышленной Газеты“, общая сумма дивидендныхъ бумагъ, котирующихся на русскихъ фондовыхъ биржахъ, опредѣлялась къ концу 1913 года номинально въ 1.649 милл. рублей; къ этому же времени итогъ облигаціонныхъ капиталовъ частныхъ торгово-промышленныхъ предпріятій составлялъ приблизительно около 400 милл. руб. Если считать, что въ 1913 году итогъ процентныхъ бумагъ, указанныхъ въ вышеприведенной таблицѣ (государственныхъ займовъ, гарантированныхъ правительствомъ облигацій и ипотечныхъ цѣнностей, выпущенныхъ частными учрежденіями долгосрочнаго кредита), возросъ на среднюю величину за трехлѣтіе 1910—1912 г.г., то сумма этихъ бумагъ въ странѣ къ началу 1914 года опредѣлится въ 9.407 милл. руб. Прибавляя къ этой цифрѣ номинальную сумму дивидендныхъ и облигаціонныхъ (негарантированныхъ) бумагъ, получимъ, что къ началу 1914 года итогъ цѣнностей—государственныхъ займовъ, гарантированныхъ и негарантированныхъ облигацій, частныхъ ипотечныхъ бумагъ и тѣхъ акцій, которыя вошли въ котировку русскихъ фондовыхъ биржъ (по номинальной цѣнѣ),—составитъ 11.456 милл. руб.

Но въ эти подсчеты не вошли акціи и паи многихъ торгово-промышленныхъ предпріятій, не находящіеся еще въ настоящее время въ биржевомъ оборотѣ. По даннымъ „Еже-

годника Совѣта Съѣздовъ", общая сумма капитала русскихъ акціонерныхъ предпріятій составила къ началу 1911 года 2.983 милл. руб., тогда какъ акціонерный капиталъ, представленный на нашихъ биржахъ, достигалъ къ концу 1913 года только 1.649 милл. руб., т. е., на 1.334 милл. руб. менѣе. Если принять во вниманіе, что съ 1910 года капиталы акціонерныхъ предпріятій значительно увеличились (въ 1911 году открыли дѣйствія акціонерныя компаніи съ капиталомъ 185 милліоновъ рублей въ 1912 году—233 милл. руб. и въ 1913 году 200 милл. руб., а всего за эти три года 618 милл. руб.), то можно придти къ тому заключенію, что къ началу 1914 года итогъ акціонернаго капитала этихъ предпріятій составлялъ приблизительно 3.600 милл. руб., что вмѣстѣ съ облигаціоннымъ долгомъ (400 милл. руб.) даетъ величину 4.000 милл. руб. номинальныхъ. Прибавляя къ этой цифрѣ указанный въ таблицѣ итогъ 8.983 милл. руб., а затѣмъ увеличивъ его на 424 милл. руб.,—вѣроятный приростъ за 1913 годъ,—получимъ, что къ началу 1914 года общая сумма русскихъ цѣнныхъ бумагъ (исключая бумаги паевыхъ товариществъ), находящихся въ странѣ цѣликомъ или въ подавляющей своей части, выражается приблизительной цифрой 13.407 милл. руб. Если принять во вниманіе, что часть акцій и облигацій русскихъ акціонерныхъ предпріятій размѣщена заграницей, что паевой капиталъ въ нѣкоторыхъ отрасляхъ промышленности весьма великъ (напр., въ мануфактурной промышленности центральнаго района) и что, далѣе, акціонерный капиталъ желѣзнодорожныхъ обществъ, не вошедшій въ эти подсчеты, составляетъ приблизительно 140 милл. руб.,—учитывая всѣ эти величины, получимъ, что къ началу 1914 года приблизительный итогъ всѣхъ цѣнныхъ бумагъ, размѣщенныхъ въ Россіи, достигалъ номинально 15 милліардовъ рублей[1]). Эта цифра въ грубыхъ чертахъ совпадаетъ съ приведенными выше подсчетами Неймарка.

Приведенныя данныя характеризуютъ громадное значеніе бумажныхъ цѣнностей, какъ составныхъ частей общаго народнаго богатства[2]).

---

[1]) А не 17 милліардовъ, притомъ исключительно котирующихся на петроградской биржѣ. (Ср. выше разсчеты *В. З.* изъ „Торг.-Пром. Газеты").

[2]) За 1908—12 г.г. было выпущено русскихъ бумагъ:

Ипотечныхъ	на	2.292 милл. руб.
Промышленныхъ и банковыхъ . . .	„	1.541 „ „
Желѣзнодорожныхъ	„	728 „ „

Переходя къ краткому разсмотрѣнію отдѣльныхъ видовъ цѣнныхъ бумагъ, слѣдуетъ остановиться, прежде всего, на твердопроцентныхъ. Начнемъ съ государственныхъ бумагъ и прежде всего съ *англійскихъ* консолей [1]). „Two and a half per cent Consolidated Stock of the United Kingdom“ регистрируется въ Англійскомъ Банкѣ, гдѣ ведутся списки собственниковъ; однако, въ послѣднее время стали выпускаться и свидѣтельства на предъявителя. Колоніальные и индійскіе фонды также частями записаны въ Bank of England или въ другихъ банкахъ. Отмѣтимъ также слѣдующее отличіе „Stock“ отъ другихъ „securities“. Именно, сдѣлки съ другими объектами могутъ быть производимы только въ суммахъ кратныхъ—100, консоли же—въ какихъ угодно купюрахъ. При этомъ, передача именныхъ консолей требовала до послѣдняго времени личнаго присутствія въ Англійскомъ Банкѣ (громоздкая процедура, ср. у *Wheeler*, стр. 5 сл.), но по бюджетному закону 1911 года это требованіе отмѣнено и введенъ для консолей и $2^1/_2\%$ и $2^3/_4\%$ аннюитетовъ и Irish-Land $2^3/_4\%$ и 3% Guaranteed Stocks такой порядокъ, что переносъ права собственности на таковыя производится, какъ переносъ акцій, причемъ за маленькую пошлину консоли превращаются въ „stock transferable by deed“ [2]).

Главную массу *французскаго* государственнаго долга составляетъ рента. Въ настоящее время во Франціи имѣется на 21,9 милліардовъ франковъ ренты постоянной и на 3,5 милліардовъ франковъ ренты погашаемой, приносящихъ 3%. Надписи на бумагѣ даютъ обозначеніе не номинала, а ренты (дохода)—3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 20, 30, 50, 100, 200, 300, 500, 1000, 1500 и 3000 франковъ. Интересы уплачиваются перваго числа: января,

---

Государственныхъ	„	375	„ „
Городскихъ	„	264	„ „
		5.200	милл. руб.

Изъ нихъ 1.513 милл. руб. выпущено за-границей (см. Докладъ Бюджетной Комиссіи Гос. Думы по Смѣтѣ Кред. Канцеляріи на 1914 г., стр. 17).

[1]) „Consols“; иногда консоли называются „Goshens“, вслѣдствіе знаменитой конверсіи 1888 года, произведенной канцлеромъ казначейства Гошеномъ.

[2]) Т. е. фактически предъявительскіе. Такимъ образомъ, въ Англіи для именныхъ цѣнностей была довольно громоздкая процедура по передачѣ права собственности на нихъ. (См. *Wheeler*, op. cit., стр. 25 и слѣд.). Этимъ и объясняется существованіе въ Англіи, гдѣ большинство объектовъ фондоваго оборота именные, такъ называемаго второго регуляціоннаго дня („settlements“), т. наз. „ticket day“ или „name day“, когда имена покупателей зарегистрированныхъ бумагъ сообщаются брокерами джобберамъ для осуществленія извѣстной процедуры (см. выше въ статьѣ Смирнова, стр. 76—97).

апрѣля, іюля и октября, платежъ по 3% по погашаемой до 1953 года рентѣ производится 16 числа тѣхъ же мѣсяцевъ [1]).

Германскій имперскій государственный долгъ предоставляетъ биржѣ 4, 3½ и 3% облигацій всего на сумму свыше 4,8 милліардовъ марокъ (на 1 Апрѣля 1912 г. [2]). Громадный и разнообразный матеріалъ для оборотовъ даютъ государства, входящія въ германскій союзъ, особенно Пруссія (9,4 милліарда).

Въ составѣ *русскаго* государственнаго долга преобладающимъ типомъ являются и по числу займовъ и по суммѣ долга 4%-ные займы, среди которыхъ находится основная бумага—4% государственная рента (2.820 милл. руб. на 1 января 1913 г.). Поэтому государственная рента считается руководящей бумагой на русскомъ рынкѣ твердопроцентныхъ бумагъ. Второе мѣсто занимаютъ 5% фонды и третье—3%-ные.

Текущая задолженность государствъ даетъ фондовому рынку особый видъ бумажныхъ цѣнностей, въ видѣ краткосрочныхъ облигацій государственнаго казначейства. Во Франціи эти облигаціи весьма разнообразны; къ такимъ обязательствамъ относятся „bons du Trésor“, выпускаемые государственнымъ казначействомъ для покрытія текущихъ расходовъ, не совпавшихъ съ текущими доходами; соотвѣтственно различію въ положеніи денежнаго рынка процентъ по этимъ бонамъ значительно варьируетъ; bons de caisse—выпускаемыя кредитными учрежденіями процентныя свидѣтельства на предъявителя или именныя на срокъ не свыше 5 лѣтъ; bons de liquidation, выпущенные французскимъ правительствомъ и городомъ Парижемъ для возмѣщенія убытковъ отъ войны и коммуны; bons de coupons, выпускаемые акціонерными обществами, вмѣсто наличныхъ, за недоимку въ платежѣ купоновъ и тиражныхъ акцій: напримѣръ, въ 1874 году на 400.000 франковъ недоимки по купонамъ общества Суэцкаго канала было выпущено предъявительскихъ боновъ на 400.000 франковъ; bons à lots, напримѣръ, Crédit foncier, купюра —100 франковъ безъ процентовъ съ выплатой въ 75 лѣтъ (максимумъ выигрыша—100.000 франковъ). Въ Германіи къ текущей

---

[1]) Разные типы французскихъ рентъ: Rente mixte (смѣшанная рента) съ предъявительскими на 10 лѣтъ купонами; 3% рента вѣчная (perpetuelle); 3% погашаемая (amortisable) съ 1878 г. по 1953 г. въ 500 фр. за купюры въ 15 фр. ренты. (См., напр., *Robert Milles*. Die Parise Börse, ihre Usancen und Operationen, стр. 16).

[2]) См. Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich, 1913, стр. 346.

задолженности относятся краткосрочныя обязательства Имперіи—Reichsschatzanweisungen, и такія же обязательства отдѣльныхъ государствъ, входящихъ въ составъ союзной Имперіи, какъ Preussische Staatsschatzanweisungen и т. д. (хотя этимъ видомъ бумагъ частная публика сравнительно мало интересуется); въ Англіи—Exchequer bonds, treasury bills; въ Россіи—краткосрочныя обязательства и билеты государственнаго казначейства (т. н. „серіи“) и т. д.

Среднее мѣсто между государственными фондами и частными бумагами занимаютъ бумаги, гарантированныя правительствомъ. Для Россіи дѣло идетъ преимущественно о желѣзнодорожныхъ цѣнностяхъ. Правительственная гарантія означаетъ слѣдующее: „правительство беретъ на себя обязательство въ томъ, что, если данное желѣзнодорожное общество закончитъ операціонный годъ съ такимъ результатомъ, который не позволитъ ему оплатить сполна договорный процентъ по облигаціоннымъ займамъ, или если дивидендъ по акціямъ будетъ ниже установленнаго въ уставѣ минимума, то оплата акціонерныхъ и облигаціонныхъ капиталовъ общества будетъ произведена за счетъ Государственнаго казначейства. Такія выдачи по гарантіи записываются, какъ долгъ данной дороги государственному казначейству“ [1]). Подобныхъ гарантированныхъ облигацій на петроградской биржѣ котировалось, по даннымъ на 1 января 1913 г., на сумму свыше 1.570 милліоновъ рублей.

Переходя къ другимъ видамъ твердо-процентныхъ бумагъ, упомянемъ городскіе, провинціальные, общинные, уѣздные займы, облигаціи такихъ учрежденій, какъ, напр., кассы городского и земскаго кредита въ Россіи, Landschaftliche Pfandbriefe въ Германіи (ипотечныя, съ круговой порукой, облигаціи). Въ составѣ ихъ мы находимъ на петроградской биржѣ (въ милліонахъ рублей):

Закладные листы:

Госуд. Дворянскаго земельнаго банка.	823,8
Крестьянскаго „ „	1.237,5
Городскіе займы	239,7
Закладные листы	1.775,1

Облигаціи:

Городскихъ кредитныхъ обществъ.	1.161,2
Акціонерныхъ обществъ	62,8
О-въ подъѣздныхъ путей	34,9

[1]) „Русскія биржевыя цѣнности 1914—1915“, стр. 34.

Обращаясь къ *дивиденднымъ цѣнностямъ*, необходимо, прежде всего, напомнить, что акціи суть части въ имуществѣ акціонернаго общества со всѣми правами и обязанностями, именно, съ правомъ на участіе въ прибыляхъ, съ участіемъ въ управленіи, въ раздѣлѣ имущества при ликвидаціи и т. д. Различаются именныя и предъявительскія акціи. Въ американскихъ желѣзнодорожныхъ шерахъ мы наблюдаемъ комбинацію зарегистрированныхъ (именныхъ) и предъявительскихъ акцій. Именно, на оборотѣ шеры есть нѣчто въ родѣ *assignement*, такъ что, когда держатель акцій (holder) подписывается тамъ, то получается бланковая надпись, уполномачивающая на передачу акцій безъ трансферта по книгамъ. Однако, такъ какъ въ такихъ шерахъ отсутствуютъ купоны, то дивидендъ выплачивается зарегистрированному держателю, а лишь послѣднимъ—фактическому владѣльцу[1]).

Въ Англіи обычная купюра шеръ—1 фунтъ стерлинговъ, причемъ именные держатели акцій получаютъ дивиденды почтой, а держатели предъявительскихъ акцій—путемъ оплаты купоновъ. Несмотря на серьезныя неудобства, связанныя съ именными акціями и способомъ ихъ передачи и оплаты, англійская точка зрѣнія коренится въ особенности англійскаго законодательства, признающаго, что потеря предъявительской акціи связана съ потерей на нее собственности.

Изъ особыхъ видовъ акцій въ Англіи отмѣтимъ preference shares, обладающія преимущественнымъ правомъ при раздѣлѣ прибыли; именно, обычно дивидендъ фиксируется для такихъ акцій въ размѣрѣ 4, 5, 6%, весь же доходъ свыше—въ распредѣленіе дивиденда по этимъ акціямъ не идетъ. Поэтому, какъ объектъ помѣщенія капитала, привилегированная шера во многомъ представляется аналогичной облигаціи.

Необходимо также указать на разницу между „Stock“ и „shares“[2]). Именно, шеры не должны быть сполна оплачены, Stock же долженъ быть оплаченъ и притомъ въ извѣстный срокъ, указанный во время выпуска. Далѣе, шеры могутъ быть переносимы только полностью, Stock можетъ дробиться и увеличиваться. Наконецъ, каждая шера должна имѣть номеръ (за исключеніемъ шеръ

[1]) См. *Wheeler*, op. cit., стр. 27—28. „Collected from him by the possesor of the certificate“.

[2]) Ср. *A. P. Poley* and *F.H. Carruthers Gould*, The history, law and practice of the Stock Exchange, 2 изд., стр. 52.

„National Provincial Bank of England"), чего не требуется отъ Stock.

Укажемъ, далѣе, на cumulative preference shares, отличительнымъ признакомъ которыхъ является то, что если въ одинъ годъ не будетъ уплаченъ фиксированный дивидендъ, то въ будущіе годы эти акціи получаютъ преимущественное удовлетвореніе передъ ординарными[1]). Въ Германіи также имѣются аналогичныя Vorzugsaktien, т. е. привилегированныя въ отношеніи прибыли и раздѣла имущества. Vorzugsaktien въ извѣстный срокъ погашаются, и прибыль по нимъ ограничена извѣстнымъ процентомъ. Во Франціи имѣются Actions de priorité (также privilegié или de préférence), которыя регулируются законами 9 іюля 1902 года и 16 ноября 1903 года. Эти акціи (въ Россіи онѣ встрѣчаются рѣдко; см., впрочемъ, уставы петроградскаго общества страхованій и о-ва Николаевскихъ заводовъ и верфей) такимъ образомъ уже давно употребляются заграницей и одинаково удобны какъ акціонернымъ обществамъ, такъ и держателямъ. Послѣдніе имѣютъ то же право голоса, но преимущественное право на дивидендъ. Этимъ путемъ пріобрѣтаются солидные держатели, не выбрасывающіе акцій на рынокъ и, въ случаяхъ нужды, общества, создавая такія акціи, привлекаютъ необходимые капиталы.

Ординарныя шеры (ordinary shares) получаютъ дивидендъ на второмъ мѣстѣ, но зато размѣры такового не ограничены, почему ординарная шера представляетъ болѣе спекулятивное помѣщеніе денегъ. Ординарныя шеры по временамъ дѣлятся на preferred и deferred: первыя представляютъ изъ себя родъ преимущественныхъ акцій второй очереди, а вторыя—участвуютъ лишь въ избыткахъ прибыли [2]).

О такихъ акціяхъ надо сказать, что если соотвѣтствующія предпріятія публикуютъ, какъ, напримѣръ, желѣзныя дороги, свои періодическія данныя, то можно разобраться въ дивидендныхъ перспективахъ той или другой разновидности акцій; въ противномъ случаѣ игра идетъ почти совершенно въ темную, ибо можно только слѣдить за продажными и покупными цѣнами, устанавливаемыми на биржѣ insider'ами.

---

[1]) Actions cumulatives—les intérêts en retard sont cumulés et sont payés avant toute autre répartition.

[2]) На подобіе preference share, есть и preference stock, а также deferred stock; первыя даютъ право на фиксированный дивидендъ „when earned", а вторыя surplus profits. (Напримѣръ, London, Chatham and Dawer Railway—имѣютъ 1-st and 2-nd Preference Stock, Grand Trunk Railway of Canada—1, 2, 3 pref. Stock). Имѣются также „cumulative preference stock".

Укажемъ, далѣе, на participating preference shares, хотя дающія преимущественное участіе въ дивидендѣ, но оставляющія и право на прибыль сверхъ фиксированнаго процента, причемъ доходъ можетъ быть кумулятивнымъ; затѣмъ, deferred shares[1]), участіе въ прибыли коихъ идетъ послѣ ординарныхъ шеръ, когда эти послѣднія уже удовлетворены извѣстнымъ процентомъ: это обычно учредительскія акціи (founders shares), ихъ очень немного и часто въ 1 шиллингъ акція. Эти акціи часто даютъ, въ виду этого, громадныя суммы (напр., Harrods Stores) при большихъ дивидендахъ и увеличенныхъ основныхъ капиталахъ, такъ что онѣ встрѣчали нападки, но, по мнѣнію, напр., Wheeler'a, такія акціи все же заслуживаютъ защиты, какъ дающія справедливое вознагражденіе тѣмъ, трудами которыхъ предпріятіе доведено до нынѣшняго благополучія.

Слѣдуетъ, далѣе, упомянуть, какъ особый видъ акцій, „пользовательскія акціи“ (actions de jouissance) во Франціи, въ которыхъ капиталъ уже уплаченъ (въ срочныхъ концессіяхъ, въ желѣзнодорожныхъ обществахъ, компаніяхъ по освѣщенію и др., но то же имѣется и въ разныхъ горныхъ предпріятіяхъ, гдѣ природныя богатства истощаются).

Въ Германіи такія акціи (Genussscheine) даютъ участіе въ прибыляхъ, но не въ имуществѣ. Акціи по аппортамъ, согласно французскому правилу, могутъ котироваться только черезъ 2 года послѣ окончательнаго открытія дѣлъ общества и передачи ему учредителями аппорта.

Что касается вопроса о полной оплатѣ акцій, то здѣсь условія бываютъ различны. Такъ, напримѣръ, оплата по страховымъ акціямъ,—такъ какъ таковыя выпускаются не для созданія оборотныхъ средствъ, а для образованія прежде всего капитала гарантій,—допускается неполная, а напр., 20—25%, на остальную же сумму акціонеръ выдаетъ соло-вексель; поэтому страховыя акціи должны быть именныя и передаются лишь съ согласія правленія. При неуплатѣ же по требованію дополнительнаго взноса производится протестъ векселя, а по нѣкоторымъ уставамъ уничтожается сила акцій и уже сдѣланныхъ по ней взносовъ.

Во Франціи по акціямъ полная оплата не обязательна, но должно быть внесено не менѣе 25%.

---

[1]) По жаргону лондонской биржи, акціи А—это deferred stock (обычно, учредительскія), акціи съ правомъ на дивидендъ лишь послѣ preference и ordinary shares. Акціи В—это preferred stock, стоящія при полученіи дивиденда въ первой очереди.

Въ Англіи, въ видѣ правила, акціи, которыя выписаны на опредѣленное имя, не оплачиваются сполна.

Что касается купюръ акцій, то въ Германіи промышленныя акціи, допускаемыя къ биржевой котировкѣ, не могутъ быть менѣе 1.000 марокъ. Во Франціи акціи могутъ быть отъ 25-франковой купюры при основномъ капиталѣ до 200.000 франковъ и отъ 100 франковъ — при большемъ основномъ капиталѣ; при этомъ во Франціи, напримѣръ, иностранныя акціи меньшей купюры, чѣмъ 100 франковъ, можно купить только у кулиссы, а не черезъ посредство присяжнаго маклера. Въ то же время обычной купюрой англійскихъ шеръ является 3—2—1 ф. ст., 5 шилл., а у американскихъ шеръ 1 долларъ. Въ Россіи минимумъ купюры въ Уставѣ Кредитномъ обозначенъ въ 250 руб. (ст. 6 разд. X, т. XI, ч. II, Св. Зак.), но имѣются изъятія изъ этого правила—въ видѣ 200 рублевыхъ акцій нѣкоторыхъ банковъ, а для промышленныхъ акцій купюра спускается обычно до 100 руб.

Переходя къ выигрышнымъ билетамъ, необходимо указать на существующіе займы не только государствъ, но и отдѣльныхъ корпорацій, напримѣръ, общества Панамскаго канала, Краснаго Креста и т. д. Эти выигрышные билеты либо приносятъ процентъ, уменьшенный на сумму, предназначенную для розыгрыша, либо нормальный процентъ (въ Россіи займы 1864, 66 и 89 г.г.), либо не приносятъ никакого процента, ибо вся сумма идетъ на выигрыши. Напримѣръ, акціи Панамскаго канала и турецкіе выигрышные билеты тиражируются 6 разъ въ году съ значительными выигрышами и увѣренностью, что нѣкогда цѣна ихъ будетъ возмѣщена по курсу болѣе высокому, чѣмъ существующій.

Въ отличіе отъ общаго принципа ограниченной отвѣтственности акціонеровъ, имѣются еще и иныя формы акцій. Таковы во Франціи Parts de sociétés en participation. Онѣ возлагаютъ на владѣльца неограниченную отвѣтственность съ правомъ синдика обращаться къ наиболѣе кредитоспособнымъ участникамъ; онѣ, разумѣется, именныя, и переносъ права собственности на нихъ производится въ общемъ гражданскомъ порядкѣ. Эта французская форма примѣняется для использованія изобрѣтеній и патентовъ.

Въ Германіи имѣется также особый видъ цѣнныхъ бумагъ „Kuxe“,—участіе въ Gewerkschaft, т. е. въ горныхъ предпріятіяхъ по разработкѣ угля, калія и руды. Обычное общее число

куксъ—1.000, рѣдко 100, и обычно же онѣ представляютъ право на опредѣленную часть общаго имущества ($^1/_{1000}$, $^1/_{100}$). Куксы именныя и даютъ право на соотвѣтственную долю добычи, но и влекутъ за собой обязанность компенсировать всѣ приходящіеся на куксу убытки, освободиться отъ каковыхъ возможно лишь посредствомъ уступки товариществу своей куксы, „кадуцируя“ ее. Торговля куксами сосредоточена, главнымъ образомъ, въ Эссенѣ и Дюссельдорфѣ. Другимъ спеціально германскимъ объектомъ фондовой биржи являются „Bohranteile“ (буровыя доли), въ общемъ имѣющія тѣ же свойства, какъ куксы, причемъ эти предпріятія организуются до забитія фонтана; такимъ образомъ, это—опытныя товарищества. Отсюда большой рискъ, но еще большій рискъ вслѣдствіе того, что участникъ отвѣчаетъ всѣмъ своимъ имуществомъ и не можетъ избавиться, какъ владѣлецъ куксы, кадуцированіемъ „Bohranteil'я“.

На фондовыхъ биржахъ продаются и покупаются, между прочимъ, также и дивидендные купоны, предрѣшая такимъ образомъ размѣры фактическаго дивиденда.

Литература: *Bernhard.* Verkehr in Wertpapieren, Berlin, 1903.—Handelslexikon für den contoristischen Gebrauch mit besonderer Berücksichtigung des allgemeinen Deutschen Handelsgesetzbuches, bearbeitet von *L. C. Bleibtreu*, Stuttgart, 1865 (sub verbo „Effekten-Handel“), стр. 147—164.—*R. Caleb.* Kapitalanlage u. Bankverkehr, Stuttgart, 1911.—*Francis W. Hirst* (издатель „The Economist“). The Stock Exchange, a short study of investment and speculation (глава 5—„Good securities and the art of investment“, стр. 137—163, и глава 6—„Speculative securities and modes of speculation“, стр. 164—186).—La statistique internationale des valeurs mobilières, par *Alfred Neymarck* (Congrés International des valeurs mobilierès и въ „Bulletin de l'Institut international de statistique“).—*Arthur Cook.* Les valeurs mobilières du Royaume Unie, 1910.—*Alfred Neymarck.* Les valeurs mobilières en France, Paris, 1904.—*Salings* Börsenpapiere, разные томы.—*Schneider—Dahlheim,* Usancen der Berliner Fondbörse, 16 изд. 1910.—*E. Mortimer Harley.* Safety of Capital, London, 1907 (гл. 3-ья—„Description and Classification of securities“).—*Adrien Dubreuil.* Bourse et Finance, Paris, 1914, стр. 11—31.—*Emile Lecouturier.* Traité des parts de fondateur, Paris, 1913 и т. д. Для Россіи—курсы торговаго права (*Шершеневича* и др.), изданія кредитной канцеляріи о русскомъ денежномъ рынкѣ и биржѣ, „Справочная книга для держателей русскихъ государственныхъ и гарантированныхъ правительствомъ процентныхъ бумагъ“ (есть французское изданіе) и т. д.

Допущеніе цѣнныхъ бумагъ къ биржевому обороту.

Статья **А. Н. Зака.**

Прежде чѣмъ приступить къ непосредственной характеристикѣ формъ и условій допущенія цѣнныхъ бумагъ къ биржевому обороту, необходимо указать значеніе этого допущенія. Во-первыхъ, съ допущеніемъ бумаги къ биржевому обороту, она начинаетъ котироваться, т. е., на нее установляется оффиціальная цѣна [1]), которою руководствуются во всѣхъ гражданско-правовыхъ сдѣлкахъ, и которая способствуетъ поэтому увеличенію полезнаго значенія биржи, какъ концентрирующей у себя спросъ и предложеніе организаціи. Далѣе, эта котировка служитъ показателемъ спроса и предложенія данной цѣнности и зачастую также общей промышленной и финансовой конъюнктуры. Несомнѣнно, что такое значеніе котировки укрѣпляетъ за бумагой, получившей право на таковую, значеніе серьезной цѣнности. Значеніе этой котировки, по германскому законодательству, въ отношеніи цѣнныхъ бумагъ, представленныхъ къ публичной подпискѣ, опредѣляется въ томъ смыслѣ, что оффиціальное установленіе цѣнъ ихъ до окончанія подписки не разрѣшается, причемъ подъ этимъ запретомъ оффиціальнаго установленія курса понимается запретъ пользованія биржевыми учрежденіями, запрещеніе котировки курсовыми маклерами, публикаціи такихъ сдѣлокъ въ биржевыхъ бюллетеняхъ (Preislisten, Kurszettel) и даже распространенія механически изготовленныхъ въ множественномъ числѣ листовъ

---

[1]) Оффиціальная котировка производится или самой биржей—черезъ посредство биржевого комитета, или особой котировальной комиссіей, или автономной корпораціей маклеровъ (Chambre syndicale, Maklerkammer).

съ обозначеніемъ цѣнъ на эти бумаги (§ 43 германскаго биржевого закона) [1]).

Характеризовать значеніе и цѣли установленія извѣстныхъ условій для допущенія цѣнныхъ бумагъ къ биржевому обороту излишне. Совершенно достаточно сказать, что таковыя имѣютъ своей главной цѣлью—охрану государственнаго и народно-хозяйственаго кредита, какъ въ отношеніи огражденія интересовъ капиталистовъ, помѣщающихъ свои капиталы и цѣнныя бумаги, такъ и для укрѣпленія за биржей значенія здороваго и прочнаго учрежденія, являющагося средоточіемъ спроса и предложенія капиталовъ.

Органы, допускающіе бумаги на биржу.

Въ Германіи, согласно § 36 биржевого закона, при биржахъ образуются особыя комиссіи по допущенію цѣнныхъ бумагъ на биржу—„Zulassungsstellen“, состоящія изъ лицъ, не меньше половины которыхъ не занимается въ видѣ профессіи биржевой торговлей цѣнными бумагами. При обсужденіи и рѣшеніи вопроса о допущеніи исключаются члены, которые участвуютъ въ введеніи соотвѣтствующей бумаги въ биржевой оборотъ. Задача и обязанность комиссіи заключается, какъ въ наблюденіи и изслѣдованіи всѣхъ данныхъ о выпускаемой бумагѣ, такъ и въ томъ, чтобы публика имѣла всѣ необходимыя свѣдѣнія обо всѣхъ фактическихъ и правовыхъ отношеніяхъ выпускаемой цѣнности и въ недопущеніи безъ такихъ полныхъ свѣдѣній выпуска бумаги. Къ задачамъ комиссіи относится также не допускать эмиссій, которыя вообще вредятъ серьезнымъ общимъ интересамъ и съ очевидностью ведутъ къ вреду для публики. Комиссія можетъ отклонить просьбу о допущеніи и исключитъ уже допущенныя цѣнности безъ указанія основаній (§ 37) [2]). Объ отклоненіи ходатайства ко-

[1]) См., наприм., Miniatür—Bibliothek, Die Börse, Fondsbörse, Produktenbörse und Börsengeschäfte—стр. 7—12. Значеніе допущенія цѣнныхъ бумагъ въ Германіи можетъ быть формулировано, какъ допущеніе къ торговлѣ или на биржѣ и къ установленію курсовъ на эту бумагу: „Zulassung zum Handel und zur Notiz“. Во Франціи юридическое значеніе допущенія бумагъ на биржу формулируется въ отношеніи права торговли ими болѣе полно, какъ право на „l'emission, la negociation, l'exposition et la mise en vente“.

[2]) Это постановленіе встрѣтило возраженія и во всякомъ случаѣ противорѣчитъ постановленію того же закона о правѣ жалобы. Въ самомъ дѣлѣ, при подачѣ жалобы приходится ссылаться и опровергать тѣ основанія, которыя, *по слухамъ*, легли въ основу рѣшенія; далѣе, сама комиссія должна была ссылаться въ случаѣ жалобы (Beschwerde) на мотивы своего рѣшенія, поэтому въ новѣйшее время обычно во всѣхъ случаяхъ приводятся конкретные мотивы рѣшенія. (См. Th. *Hemptenmacher*. Комментарій къ биржевому закону. Berlin. 1908, стр. 122.

миссія должна сообщить всѣмъ другимъ биржамъ цѣнныхъ бумагъ, съ указаніемъ, что бумага не допущена вслѣдствіе мѣстныхъ обстоятельствъ или изъ другихъ основаній. Въ послѣднемъ случаѣ, допущеніе другой биржей можетъ быть сдѣлано лишь съ разрѣшенія той, которая допущеніе отклонила. Проспектъ долженъ публиковаться какъ при введеніи бумаги, такъ и при увеличеніи капитала и конверсіяхъ.

Въ Англіи (см. выше въ статьѣ объ англійскихъ биржахъ) роль такой комиссіи для допущенія на биржу цѣнныхъ бумагъ играетъ, „Committée for general purposes". Власть этого комитета неограничена и безконтрольна. Отъ комитета зависитъ допущеніе бумагъ къ котировкѣ, причемъ въ этомъ отношеніи онъ не связанъ никакими ограниченіями [1]). Онъ можетъ распорядиться занесеніемъ въ бюллетень какой угодно бумаги и точно также исключеніемъ изъ него любой бумаги. Допущеніе къ котировкѣ (quotation) дѣлается комитетомъ, по особому его постановленію, на основаніи доклада одного изъ членовъ биржи, назначеннаго комитетомъ для разсмотрѣнія и провѣрки всѣхъ данныхъ, относящихся къ данной бумагѣ [2]).

По *русскому* законодательству, въ фондовомъ отдѣлѣ петроградской биржи роль комиссіи по допущенію бумагъ играетъ Совѣтъ фондоваго отдѣла. Здѣсь правила такія: по поступленіи въ Совѣтъ ходатайства о допущеніи къ котировкѣ, выставляются на одну недѣлю въ залѣ биржевыхъ собраній проспектъ и объявленіе, съ приглашеніемъ желающихъ сообщить свои замѣчанія. По истеченіи одной недѣли со дня выставленія объявленія и проспекта Совѣтъ фондоваго отдѣла, при участіи представителей Министерства Финансовъ, приступаетъ къ разсмотрѣнію ходатайства и могущихъ послѣдовать на него замѣчаній. Членамъ Совѣта отдѣла и представителямъ Министерства Финансовъ предоставляется знакомиться съ дѣлами предпріятія, бумаги коего составляютъ предметъ обсужденія, путемъ личнаго осмотра предпріятія и его книгъ, въ случаѣ изъявленія согласія на сіе правленія предпріятія. Для означеннаго ознакомленія Совѣту фондоваго отдѣла предоставляется избирать изъ своей среды особыя комиссіи. Въ обсужденіи заявленія не могутъ участвовать члены

---

[1]) П. 1, ст. 151, „Rules and regulations of the Stock Exchange", см. въ приложеніи къ книгѣ „Law and practice of the Stock Exchange" *A. P. Poley*, London, 1907, стр. 304).

[2]) Ср. *Ю. Филипповъ*. Биржа, стр. 119—126 и *Taeuber*. Die Börsen der Welt, Berlin 1912, стр. 562 сл.

Совѣта отдѣла, принадлежащіе къ составу органовъ управленія или наблюденія того предпріятія, бумага коего предлагается къ котировкѣ, а также подписавшіе проспектъ дѣйствительные члены. Совѣту предоставляется, если онъ признаетъ нужнымъ, приглашать означенныхъ лицъ для представленія объясненій, а равно требовать представленія дополнительныхъ документовъ, а также измѣненія и дополненія проспекта. Совѣтъ разрѣшаетъ вопросъ о допущеніи къ котировкѣ открытымъ голосованіемъ. Разсмотрѣнный Совѣтомъ фондоваго отдѣла проспектъ публикуется въ „Вѣстникѣ Финансовъ, Промышленности и Торговли".

Разрѣшенная Совѣтомъ къ котировкѣ бумага включается въ биржевой бюллетень лишь по истеченіи одной недѣли со дня оглашенія разсмотрѣннаго Совѣтомъ фондоваго отдѣла проспекта. Постановленіе Совѣта фондоваго отдѣла по вопросу о допущеніи бумаги къ котировкѣ признается окончательнымъ и обжалованію не подлежитъ; но представителямъ отъ Министерства Финансовъ, каждому въ отдѣльности или обоимъ вмѣстѣ, предоставляется принести на него протестъ Министру Финансовъ. Въ семъ случаѣ приведеніе постановленія Совѣта отдѣла въ исполненіе пріостанавливается впредь до разрѣшенія спорнаго вопроса Министромъ Финансовъ [1]).

Формальныя и матеріальныя условія допущенія бумагъ на биржу.

Въ *Германіи* просьба (Antrag) о допущеніи дѣлается однимъ изъ банковъ или банкирскихъ домовъ, имѣющихъ представителя на биржѣ. Такимъ банкомъ подписывается проспектъ, прилагаемый къ прошенію и содержащій всѣ необходимыя для сужденія о бумагѣ свѣдѣнія.

Если представленный Antrag соотвѣтствуетъ предписаніямъ, то комиссія постановляетъ о публикаціи, которая производится за счетъ Antragsteller'a, въ видѣ 3-дневнаго вывѣшиванія на биржѣ и публикаціи въ „Reichsanzeiger"'ѣ, и, по меньшей мѣрѣ, въ 2 газетахъ соотвѣтственнаго германскаго государства. Одобренный комиссіей проспектъ публикуется тамъ же (кромѣ „Reichsanzeiger"'а), и минимумъ чрезъ 3 присутственныхъ дня послѣ рѣшенія о допущеніи и послѣ публикаціи проспекта цѣнныя бумаги допускаются къ котировкѣ на биржѣ. Для того, чтобы предупредить возможность спекуляціи съ бумагами, допускаемыми на биржу, путемъ организаціи на таковыя corner'овъ, при-

[1]) Собр. узакон. за 1902 г., № 90, ст. 1010.

нимается рядъ мѣръ въ качествѣ условій допущенія бумагъ къ биржевому обороту, устраняющихъ возможность скупки бумагъ и затрудняющихъ концентрацію ихъ въ однѣхъ рукахъ. Именно, согласно распоряженія Имперскаго канцлера [1]), на биржу могутъ быть допущены только тѣ бумаги, которыя представляютъ акціонерный капиталъ на сумму не менѣе 1 милліона марокъ—для Берлина, Франкфурта-на-Майнѣ и Гамбурга, а для остальныхъ биржъ—$^1/_2$ милліона марокъ. Однако, комиссія можетъ отойти отъ этого требованія, когда бумаги того же Aussteller'а уже допущены къ биржевому обороту, и въ отношеніи акціонернаго общества, капиталъ котораго уменьшенъ, если до этого эти бумаги были допущены къ котировкѣ, а также съ разрѣшенія мѣстнаго правительства для указанныхъ биржъ, если объектъ эмиссіи имѣетъ лишь мѣстное значеніе. Цѣнныя бумаги, безъ денежнаго номинала—куксы, пользовательскія акціи (Genussscheine [2])—допускаются лишь въ томъ случаѣ, если ихъ имѣется минимумъ 1000 штукъ.

Въ *Англіи* въ качествѣ одного изъ условій допущенія бумагъ къ котировкѣ ставится соотвѣтственное распредѣленіе акцій: извѣстная часть ихъ должна быть разобрана лицами, не стоящими въ связи съ учредителями компаніи, чѣмъ предупреждаются стачки между учредителями ради спекулятивнаго вздутія курса [3]).

При ходатайствѣ о допущеніи бумаги требуется представленіе слѣдующихъ документовъ: копіи учредительскаго договора, устава компаніи и свидѣтельства учрежденія, завѣдующаго регистраціей акціонерныхъ обществъ; далѣе, требуется свидѣтельство о томъ, какое количество лицъ изъявило желаніе подписаться на акціи компаніи, съ указаніемъ количества и номеровъ акцій, дѣйствительно выданныхъ каждому подписчику за наличныя и на иныхъ условіяхъ, свѣдѣнія о суммахъ, поступившихъ въ распоряженіе компаніи; наконецъ, необходимо указать банкъ или банкира компаніи и сколько имъ принято суммъ за счетъ акціонерной компаніи. При этомъ главнымъ условіемъ ставится, чтобы въ заявленіи комитета не было никакихъ неясностей или умолчаній. Вопросъ о допущеніи бумаги рѣшается комитетомъ закрытой баллотировкой послѣ того, какъ изъ доку-

[1]) Bekanntmachung des Reichskanzlers betreffend die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel vom 4 Juli, 1910.

[2]) См. статью „Объекты фондовыхъ сдѣлокъ", стр. 226 и сл.

[3]) См. „Rules", п. 151 и 152 (прил. къ указанной книгѣ *Poley* стр 331 и 72).

ментовъ обрисуется обликъ этой бумаги; каждый изъ членовъ можетъ протестовать противъ ея допущенія на биржу. Для включенія бумаги въ биржевой бюллетень комитету долженъ быть представленъ проспектъ, съ сообщеніемъ въ немъ важнѣйшихъ изъ вышеозначенныхъ данныхъ; этотъ проспектъ публикуется во всеобщее свѣдѣніе [1]).

Согласно *германскимъ* правиламъ[2]), допущеніе бумаги можетъ имѣть мѣсто лишь при томъ условіи, 1) что бумаги оплачены сполна [3]) и что владѣльцамъ не сполна оплаченныхъ бумагъ предоставляется сдѣлать окончательные взносы въ любое время, безъ примѣненія этого требованія къ акціямъ и временнымъ свидѣтельствамъ страховыхъ обществъ; 2) что номинальный капиталъ бумагъ обозначенъ въ германскихъ маркахъ или одновременно и въ маркахъ и въ другой валютѣ; 3) что эмиттентъ принялъ на себя обязательство оплачивать въ томъ или иномъ германскомъ биржевомъ мѣстѣ, безъ взиманія какого-либо дополнительнаго сбора купоны, а равно вышедшія въ тиражъ или назначенныя къ выкупу бумаги, а также выдавать на тѣхъ же основаніяхъ новые купонные листы; 4) что эмиттентъ бумагъ, являющихся долговыми цѣнностями, принялъ на себя обязательство печатать, по крайней мѣрѣ, въ одной изъ газетъ, выходящихъ въ германскихъ биржевыхъ мѣстахъ о всякомъ тиражѣ и выкупѣ и публиковать такимъ же порядкомъ, по крайней мѣрѣ, разъ въ годъ, списки бумагъ, ранѣе назначенныхъ къ выкупу или вышедшихъ въ тиражъ, но къ оплатѣ еще не предъявленныхъ, и 5) что эмиттентъ акцій германскаго банка принялъ на себя обязательство, кромѣ годового баланса, опубликовывать регулярно балансовые обзоры въ сроки и по образцу, которые установлены соглашеніемъ между нѣкоторыми членами берлинской разсчетной палаты и, съ одобренія президента директоріума имперскаго банка, между ними и названной палатой. Контрольная комиссія можетъ допускать отступленія отъ перечисленныхъ выше требованій. Отступленія отъ требованія, означеннаго въ

---

[1]) См. *Poley*, Law and practice of the Stock Exchange, стр. 331—340, *Taeuber*, стр. 564—565.

[2]) См. Bekanntmachung Канцлера отъ 4 іюля 1910 г., см. также *Richard Passow*, Materialien für das wirtschaftliche Studium, II, Effektenbörsen, стр. 35—43, *Taeuber*, *Филиппов*, Биржа и др.

[3]) Въ Англіи достаточно оплаты въ 10% (*Taeuber*, стр. 563 и 5). Во Франціи, если купюра акцій до 100 франковъ (minimum—для допущенія на биржу—25 фр.)—должно быть оплачено не меньше 25 фр., при купюрѣ свыше 100 франковъ—minmim 25% (*Taeuber*, 533).

п. 5, могутъ быть допускаемы лишь съ согласія мѣстнаго правительства. Въ случаѣ допущенія отступленія отъ требованія, изложеннаго въ п. 2, контрольная комиссія должна установить опредѣленный срокъ для перевода иностранной валюты на германскую. Отступленія отъ требованій, изложенныхъ въ п.п. 1—4, должны быть доводимы до свѣдѣнія правительственнаго комиссара съ указаніемъ основаній, ихъ вызвавшихъ. Контрольная комиссія можетъ также ставить допущеніе бумагъ на биржу въ зависимость отъ выполненія непредусмотрѣнныхъ особо требованій, если эти требованія направлены къ облегченію биржевого оборота или къ болѣе полному обезпеченію правъ пріобрѣтателей бумагъ или касаются освѣдомительной части. Въ случаѣ неисполненія эмиттентомъ принятыхъ на себя при допущеніи бумаги обязательствъ, контрольная комиссія можетъ распорядиться объ изъятіи бумаги изъ обращенія. Ходатайства о допущеніи цѣнныхъ бумагъ къ обращенію на биржѣ подлежатъ возбужденію черезъ какой-либо представленный на данной биржѣ публичный или частный банкъ и подаются на имя контрольной комиссіи письменно, съ указаніемъ капитала и рода вводимыхъ бумагъ. Къ ходатайству должны быть приложены всѣ необходимые оправдательные документы и проспектъ. Послѣдній подписывается тѣми, которые его выпускаютъ, и въ томъ числѣ просителемъ.

Проспектъ долженъ заключать въ себѣ: 1) наименованіе публично-правоваго союза, общества или лица, выпускающаго бумагу; 2) указаніе на цѣль выпуска; 3) указаніе на нарицательный капиталъ выпуска и притомъ какъ того, который уже сдѣланъ, такъ и того, который предполагается сдѣлать въ будущемъ, съ обозначеніемъ времени, къ которому онъ предусматривается; 4) указаніе на признаки бумаги (достоинства, серіи, нумера) съ поясненіемъ, именная ли это бумага или предъявительская, процентная или дивидендная и снабжена ли она купонами; 5) указаніе на то, допускаетъ ли бумага досрочное погашеніе или нѣтъ, и если она принадлежитъ къ числу погашаемыхъ, то какъ производится погашеніе; 6) указаніе на систему обезпеченія капитала, процентовъ и дивиденда, съ приведеніемъ всѣхъ служащихъ къ выясненію этого обстоятельствъ; 7) указаніе на преимущественныя права, предоставляемыя держателямъ бумагъ даннаго выпуска сравнительно съ держателями бумагъ предыдущихъ выпусковъ, или наоборотъ; 8) указаніе на вычеты и указаніе на мѣсто и сроки уплаты процентовъ, дивиденда и капита-

ла; 10) ограниченія при выплатѣ капитала, процентовъ или дивиденда; 9) указаніе на давностные сроки, погашающіе право на выплату процентовъ, дивиденда и капитала и 11) въ отношеніи бумагъ иностранныхъ—указаніе на постоянный курсъ для перевода на германскую валюту. Кромѣ того, для отдѣльныхъ разрядовъ бумагъ требуется представленіе нѣкоторыхъ дополнительныхъ свѣдѣній, а именно: для облигацій иностранныхъ государственныхъ займовъ, иностранныхъ коммунальныхъ облигацій и облигацій коммунальныхъ кредитныхъ учрежденій—1) обозрѣнія послѣдней росписи доходовъ и расходовъ обыкновенныхъ и чрезвычайныхъ, 2) обозрѣнія отчетовъ по исполненію росписей за послѣдніе 3 года и 3) обозрѣнія задолженности за послѣднія 10 лѣтъ. Для бумагъ промышленныхъ предпріятій—свѣдѣнія: 1) о цѣли и размѣрахъ предпріятія, 2) о предоставленной ему концессіи (привилегіи), 3) о правахъ третьихъ лицъ по отношенію къ предпріятію и 4) о событіяхъ за послѣднее трехлѣтіе, сократившихъ доходность предпріятія на продолжительное время, если такія событія имѣли мѣсто. Для ипотечныхъ цѣнностей—свѣдѣнія: 1) о соотношеніи къ концу послѣдней календарной трети между суммою обязательствъ ипотечнаго учрежденія и имѣющимся для нихъ покрытіемъ, 2) о допускаемомъ, по правиламъ учрежденія, соотношеніи между пассивомъ и активомъ, 3) о порядкѣ оцѣнки недвижимостей и выдачи ссудъ, 4) о существенныхъ правомочіяхъ держателей ипотечныхъ бумагъ въ отношеніи эмиттента и, наконецъ, 5) о постановкѣ надзора со стороны государства, коммуналнаго союза и пр. Проспекты для бумагъ акціонерныхъ предпріятій должны, сверхъ того, приводить нѣкоторыя спеціальныя данныя, какъ-то: способъ избранія членовъ правленія и совѣта общества, порядокъ его публичной отчетности, соотношенія между календарнымъ и операціоннымъ годомъ, методъ распредѣленія прибыли, исключительныя права отдѣльныхъ акціонеровъ, размѣръ дивиденда, выплаченнаго за послѣдніе годы, и цѣлый рядъ другихъ свѣдѣній.

Допущеніе бумагъ къ обращенію *въ фондовомъ отдѣлѣ петроградской биржи* регулируется слѣдующими постановленіями. Неоплаченныя сполна бумаги (временныя свидѣтельства) допускаются къ котировкѣ лишь съ разрѣшенія въ каждомъ отдѣльномъ случаѣ Министра Финансовъ. Общая, по нарицательной цѣнѣ, сумма капитала предлагаемой къ котировкѣ цѣнной бумаги не можетъ быть менѣе пятисотъ тысячъ рублей (здѣсь мы видимъ проведеніе мѣры, аналогичной германскому постановленію). Хо-

датайства о допущеніи бумагъ къ котировкѣ подаются правленіемъ установленій, выпускающихъ цѣнныя бумаги. Эти ходатайства могутъ быть поддерживаемы другими лицами и учрежденіями, коимъ предоставляется подписывать ходатайства и прилагаемые къ нимъ документы наравнѣ съ правленіями выпускающихъ бумаги установленій. Къ ходатайствамъ прилагаются: а) актъ, на основаніи коего бумага выпущена (уставъ предпріятія, разрѣшеніе правительства); б) балансы, отчеты, копіи съ протоколовъ общихъ собраній за послѣдніе три года; если предпріятіе существуетъ менѣе трехъ лѣтъ, то означенные документы должны быть представлены за все время его существованія и не менѣе, чѣмъ за одинъ годъ, (т. обр., какъ въ Германіи, у насъ существуетъ такъ наз. „Sperrjahr); в) образецъ предлагаемой бумаги; г) проспектъ, подписанный лицами, подписавшими ходатайство о допущеніи бумаги къ котировкѣ; д) деньги на публикацію объявленій и проспекта; е) свѣдѣнія о томъ, допущена ли бумага къ котировкѣ на другихъ биржахъ, или не послѣдовалъ ли отказъ въ допущеніи ея къ котировкѣ, и ж) обязательство правленія учрежденія, выпустившаго бумагу, въ сообщеніи Совѣту на будущее время отчетовъ учрежденія и копій съ протоколовъ общихъ собраній.

Проспектъ долженъ заключать въ себѣ изложеніе финансоваго положенія даннаго установленія и содержать свѣдѣнія: а) о нарицательной суммѣ цѣнныхъ бумагъ, предлагаемыхъ къ обращенію на биржѣ и б) о курсѣ, по которому бумага будетъ предложена на продажу въ первомъ биржевомъ собраніи послѣ допущенія ея къ котировкѣ, а равно о нарицательной суммѣ бумаги, предлагаемой на продажу въ томъ же биржевомъ собраніи.

Къ проспекту могутъ быть приложены документы, подтверждающіе полноту и точность содержащихся въ проспектѣ данныхъ.

Сверхъ приложеній, означенныхъ въ ст. 4, къ ходатайству о допущеніи къ котировкѣ паевъ или акцій за передаваемыя предпріятію имущества, прилагаются: а) опись переданныхъ имуществъ; б) оцѣнка сихъ имуществъ; в) списокъ учредителей.

Такимъ образомъ, на основаніи представляемыхъ документовъ и свѣдѣній, соотвѣтственные органы биржи принимаютъ то или другое рѣшеніе по вопросу о пріемѣ бумагъ къ обращенію. Однако, допускаются нѣкоторыя бумаги безъ санкціи такихъ спеціальныхъ органовъ. Таковы, напр., въ Германіи, имперскіе займы и займы отдѣльныхъ государствъ, а так-

же тѣ займы, оплата %% и капитальной суммы которыхъ производятся имперіей или союзными государствами, далѣе коммунальные займы, облигаціи коммунально-сословныхъ кредитныхъ учрежденій, а также стоящихъ подъ правительственнымъ надзоромъ банковъ и земельно-кредитныхъ учрежденій (Pfandbriefanstalten) (см. § 39—40 биржевого закона). Допущеніе этихъ бумагъ производится по распоряженію мѣстныхъ государственныхъ властей (Landesregierung) и не требуется ни проспекта (а лишь необходимыя для котировки свѣдѣнія), ни разрѣшенія.

По правиламъ фондоваго отдѣла петроградской биржи, государственныя и правительствомъ гарантированныя процентныя бумаги включаются въ бюллетень фондоваго отдѣла по распоряженію Министра Финансовъ; закладные листы частныхъ земельныхъ банковъ, облигаціи городовъ и облигаціи городскихъ кредитныхъ обществъ допускаются къ котировкѣ по постановленіямъ Совѣта отдѣла, на основаніи ходатайствъ подлежащихъ правленій земельныхъ банковъ, городскихъ управленій и правленій городскихъ кредитныхъ обществъ. Къ симъ ходатайствамъ прилагаются свѣдѣнія о выпускаемыхъ бумагахъ, какъ-то: о цѣляхъ выпуска бумаги, о законодательныхъ или иныхъ основаніяхъ выпуска, о присвоенныхъ бумагѣ обезпеченіяхъ, а равно другія свѣдѣнія, по усмотрѣнію Совѣта. Свѣдѣнія эти публикуются въ „Вѣстникѣ Финансовъ, Промышленности и Торговли“ по допущеніи Совѣтомъ бумаги къ котировкѣ.

Въ Германіи допущеніе паевъ и негарантированныхъ облигацій заграничныхъ промышленныхъ обществъ („Erwerbsgesellschaften) связано съ обязательствомъ банковъ и банкирскихъ домовъ, вводящихъ бумагу, 5 лѣтъ публиковать балансъ и счетъ прибылей и убытковъ ежегодно, по крайней мѣрѣ, въ одной нѣмецкой газетѣ, назначенной биржевой комиссіей (§ 41). Заграничныя государственныя бумаги и коммунальныя обязательства могутъ быть допущены и безъ означеннаго обязательства. Въ Англіи котировка („to be listed“) иностранныхъ и колоніальныхъ цѣностей допускается не раньше, чѣмъ по допущеніи ихъ къ котировкѣ въ родной странѣ [1]).

Для воспрепятствованія биржевой торговли до появленія бумаги на биржу („per Erscheinen“), ведущей къ продажѣ по болѣе высокому курсу, чѣмъ эмиссіонный, по нѣмецкому закону (§ 42), запрещается котировать (notieren) и посредничать въ торговлѣ бумагами

[1]) Investors Guide, edition of „The Financial Times“.

до окончанія публичной подписки. Тотъ же запретъ относится и къ бумагамъ, въ допущеніи которыхъ отказано или о допущеніи коихъ не было подано прошеніе. (§ 43)[1]).

Послѣднимъ и очень важнымъ вопросомъ является вопросъ объ отвѣтственности за убытки, вслѣдствіе паденія цѣнъ бумагъ, введенныхъ на биржу. Поскольку дѣло касается Германіи, то здѣсь, если существенныя данныя проспектовъ невѣрны, за всѣ отсюда возникшіе убытки подписавшіе проспектъ отвѣчаютъ солидарно по отношенію къ каждому собственнику такой цѣнной бумаги въ размѣрѣ всего того вреда, который вытекаетъ изъ положенія вещей, не соотвѣтствующаго приведеннымъ въ проспектѣ даннымъ. Эта отвѣтственность, по нѣмецкому закону, существуетъ не только въ случаѣ несоотвѣтствія дѣйствительности данныхъ, помѣщенныхъ въ проспектѣ, но и въ случаѣ злонамѣреннаго *опущенія* существенныхъ данныхъ. Обязательство возмѣщенія убытковъ не устраняется тѣмъ, что въ проспектѣ невѣрныя данныя указаны исходящими отъ третьихъ лицъ. Эта отвѣтственность касается лишь тѣхъ бумагъ, которыя на основаніи проспекта допущены, а владѣльцемъ пріобрѣтены путемъ сдѣлки внутри страны (§ 46), и убытокъ возмѣщается въ размѣрѣ разницы между существующей цѣной и цѣной покупки или курса, стоявшаго во время введенія бумаги, смотря по тому, какой курсъ меньше. Срокъ предъявленія иска—5 лѣтъ со времени допущенія бумаги (§ 47). Для полученія права на вознагражденіе потерпѣвшее лицо должно доказать, во-первыхъ, наличность умысла или небрежности со стороны эмиссіонной фирмы или лица, введшаго бумагу на биржу; во-вторыхъ, установить причинную связь между невѣрностью или неполнотой проспекта и потерями, понесенными имъ[2]). Конечно, представить всѣ эти доказательства не очень легко, но если они будутъ представлены, то лицо, введшее бумагу, обязано вознаградить потерпѣвшаго (§§ 45—46).

Въ Россіи, согласно Выс. утв. мнѣнія Гос. Совѣта 12 іюня 1912 года (Св. Зак. прод. 1906 г., т. XI ч. 2, Уст. Торг., стр. 657, пр. 1, прилож.) лица, выпускающія на петроградской биржѣ цѣнныя бумаги, несутъ отвѣтственность за убытки, обусловленные невѣрностью представленныхъ при выпускѣ бумаги данныхъ,

---

[1]) Ср. *Fürst* Moderne kaufmännische Bibliothek, Die Börse, Leipzig 1913, стр. 65 сл.

[2]) Если потерпѣвшій зналъ о невѣрности или неполнотѣ свѣдѣній проспекта, то отвѣтственность эмиттента отпадаетъ (§ 46).

необходимыхъ для надлежащей оцѣнки ея и финансоваго положенія установленія, выпустившаго цѣнную бумагу. Отвѣтственность опредѣляется въ размѣрѣ разницы между цѣной, уплаченной пріобрѣтателемъ цѣнной бумаги, или цѣной, по которой бумага была выпущена въ биржевое обращеніе, если таковая ниже покупной цѣны, и курсомъ, по которому бумага была затѣмъ продана или могла быть продана, согласно послѣдней до предъявленія иска биржевой отмѣткѣ. Вмѣсто уплаты упомянутой курсовой разницы, отвѣтственное лицо можетъ пріобрѣсти бумагу истца по цѣнѣ, по которой послѣдній ее пріобрѣлъ, или же по цѣнѣ, по которой она была выпущена въ биржевое обращеніе, если таковая ниже покупной цѣны. Право предъявленія иска объ убыткахъ, обусловленныхъ невѣрностью данныхъ, представленныхъ при выпускѣ въ биржевое обращеніе цѣнной бумаги, прекращается по истеченіи трехъ лѣтъ (въ Германіи—пяти лѣтъ) со дня опубликованія означенныхъ данныхъ въ „Вѣстникѣ Финансовъ, Промышленности и Торговли“. Срокъ этотъ не примѣняется къ искамъ о вознагражденіи за убытки, причиненные преступленіемъ или проступкомъ,—такіе иски подчиняются общимъ законамъ о давности. Всякаго рода предварительныя соглашенія, направленныя къ устраненію или уменьшенію выше установленной отвѣтственности, признаются недѣйствительными [1]).

Въ *Англіи* гарантіей доброкачественности вводимой бумаги на первомъ мѣстѣ служитъ нравственная отвѣтственность за допущенную бумагу лица, рекомендовавшаго эту бумагу, ибо ходатайство о допущеніи бумаги на биржу должно быть подписано членомъ биржевого общества, а биржевое общество, имѣя ши-

[1]) Проф. И. Х. Озеровъ совершенно правильно противопоставляетъ русское и германское законодательство въ отношеніи даннаго вопроса. „По нашему закону отвѣтственность устанавливается только на случай невѣрности представленныхъ при выпускѣ бумаги данныхъ, невѣрности, которая повлекла за собой убытки. Германскій законъ смотритъ шире на дѣло: онъ устанавливаетъ эту отвѣтственность и въ томъ случаѣ, если всѣ данныя, сообщенныя въ проспектѣ, вѣрны, но были замолчаны или упущены такіе факты, которые чрезвычайно важны для оцѣнки выпущенныхъ бумагъ. Нашъ законъ послѣдняго рода отвѣтственности не знаетъ, что, конечно, въ значительной степени будетъ суживать сферу его примѣненія, такъ какъ нерѣдко, конечно, лица, выпускающія бумаги, зная, что за невѣрность сообщенныхъ данныхъ имъ грозитъ отвѣтственность, будутъ избѣгать этого и просто умалчивать о такихъ данныхъ, которыя имѣются въ наличности и опорочиваютъ извѣстную бумагу“. Проф. Озерову „это обстоятельство представляется существеннымъ пробѣломъ русскаго закона“. (*И. Х. Озеровъ*, op. cit., стр. 318—319).

рокую власть надъ членами Stock Exchange, можетъ, въ случаѣ недоброкачественности бумаги, исключить этого члена изъ корпораціи. Кромѣ того, объ акціонерныхъ обществахъ § 84 англійскаго закона постановляетъ, что всякое лицо, означенное въ проспектѣ директоромъ, всякій промоторъ (эмиттентъ) и всякое лицо, принявшее отвѣтственность за выпущенный проспектъ, отвѣчаетъ за убытки.

Во *Франціи*, въ виду обнаружившихся недостатковъ закона 30 Января 1907 г., изданнаго въ цѣляхъ защиты французскаго рынка отъ наплыва недостаточно солидныхъ бумагъ, министръ финансовъ и министръ юстиціи въ 1912 г. представляли въ совѣтъ министровъ законопроектъ, который сильно расширяетъ отвѣтственность лицъ, вводящихъ бумаги на биржу (émetteurs exposants, metteurs en vente et introducteurs) [1]).

Прежде всего законопроектъ требуетъ, чтобы объявленіе о выпускѣ цѣнностей содержало въ себѣ не только точныя и подробныя данныя о характерѣ предлагаемыхъ публикѣ цѣнностей и о связанныхъ съ послѣдними выгодахъ и гарантіяхъ, но также и всѣ свѣдѣнія, необходимыя держателямъ для полученія полнаго представленія о финансовомъ положеніи и платежеспособности эмиттента. Кромѣ того, проспекты, циркуляры и простыя рекламныя заявленія, въ которыхъ подлежатъ воспроизведенію всѣ данныя первоначальнаго объявленія, должны быть снабжены подписью эмиттента, тѣмъ самымъ принимающаго на себя отвѣтственность за правильность показаній. Съ другой стороны, законопроектъ воспрещаетъ эмиттентамъ включать въ проспекты какія бы то ни было свѣдѣнія, могущія ввести публику въ заблужденіе (напримѣръ, указывать на предполагаемое допущеніе бумаги къ котировкѣ или прикрываться кредитоспособностью третьихъ лицъ безъ ихъ согласія). Для нарушителей устанавливаются денежные штрафы, если причиной было добросовѣстное заблужденіе, и тюремное заключеніе отъ одного до пяти лѣтъ,—въ случаѣ намѣреннаго обмана. Наряду съ этимъ, за потерпѣвшимъ остается право предъявленія гражданскаго иска о возмѣщеніи убытковъ, причемъ соглашеніе сторонъ объ измѣненіи этого пункта признается недѣйствительнымъ.

---

[1]) *Monthoron* въ статьѣ „Projet de loi de M. Klotz sur la publicité des émissions financières (*„Le Journal“*, № отъ 17 ноября 1912 г.) характеризуетъ чрезмѣрную строгость новаго законопроекта: „что касается меня, говоритъ онъ, то, если бы я былъ финансистомъ, я никогда не подписалъ бы ни одного проспекта при существованіи такого закона“.

Таковы тѣ основныя нормы, которыми современное биржевое законодательство регулируетъ допущеніе биржевыхъ бумагъ къ биржевому обороту. Но достигаютъ ли въ полной степени эти мѣры своей цѣли—оздоровленія биржевого рынка, или, вѣрнѣе, рынка цѣнныхъ бумагъ? Отвѣтъ приходится дать отрицательный. Отрицать извѣстнаго значенія этихъ мѣръ, конечно, нельзя, но нельзя закрывать глаза на то, что современныя формы биржевого оборота переросли эти нормы. Въ самомъ дѣлѣ, вопросъ о допущеніи бумагъ къ биржевой котировкѣ совсѣмъ не касается всѣхъ тѣхъ выпусковъ, которые производятся черезъ банки (а теперь банки въ значительной степени замѣняютъ биржи [1]), далѣе, до введенія бумаги на биржу долженъ пройти годъ,—здѣсь такимъ образомъ побудительная причина реализовать бумаги черезъ банки, а не на биржѣ. Далѣе, что касается современныхъ синдикатовъ, скупающихъ отдѣльныя бумаги, биржевыхъ маневровъ со старыми бумагами, спекулятивныхъ повышеній и пониженій курсовъ на бумаги, то здѣсь регулированіе „допущенія“ бумагъ безсильно. Съ другой стороны, отсутствіе оффиціальныхъ бюллетеней не мѣшаетъ широкой публикаціи въ газетахъ и въ отдѣльныхъ изданіяхъ неоффиціальныхъ курсовъ. Запрещеніе производить сдѣлки на биржѣ — порождаетъ вечернія биржи, „американки“. Далѣе, развитіе субституціи сильно мѣняетъ картину: допускается одна бумага, а обращается, въ сущности говоря, другая, портфельное качество которой все время мѣняется.

Напр., въ Англіи имѣется постановленіе о томъ, что публикѣ должно быть предложено не менѣе $^2/_3$ выпуска. Но учредители черезъ подставныхъ лицъ распредѣляютъ акціи и образуютъ corner'ы въ отношеніи бланковыхъ продавцовъ [2]).

Благодаря всему этому, существующія нормы оказываются явно недостаточны, причемъ сознаніе этой недостаточности всегда было живо. Въ частности, въ Россіи въ 1896 году комиссія, созванная для пересмотра устава с.-петербургской биржи, пред-

[1]) Директоръ Кредитной Канцеляріи заявлялъ въ бюджетной комиссіи Гос. Думы (см. докладъ по смѣтѣ Кредитной Канцеляріи на 1914 г., стр. 1379), что рядъ бумагъ обращается на биржѣ безъ допущенія къ оффиціальной котировкѣ, причемъ борьба съ неоффиціальнымъ биржевымъ обращеніемъ крайне затруднительна, какъ по отсутствію прямого указанія закона на то, чтобы на биржахъ могли быть совершаемы сдѣлки только со включенными въ оффиціальные бюллетени бумагами, такъ и потому, что никакой регистраціи сдѣлокъ органами управленія биржи, кромѣ котировки цѣнъ, къ тому же необязательной для дѣйствительныхъ сдѣлокъ, у насъ не установлено.

[2]) См. *Taeuber*, стр. 565.

ставила проектъ, согласно которому, между прочимъ, въ случаѣ развитія спекуляціи на какую-нибудь бумагу или пониженія на 50% ея нормальной стоимости, бумага можетъ быть исключена изъ бюллетеня по распоряженію биржевого комитета или Министра Финансовъ. Кромѣ того, проектъ требовалъ не только veritas, но и bonitas бумаги. Лицо, вводящее бумагу, по проекту, принимало на себя матеріальную отвѣтственность въ теченіе двухъ лѣтъ съ момента поступленія бумаги на биржу, причемъ оно само опредѣляло и ту предѣльную сумму, въ размѣрѣ которой несло отвѣтственность: патрону, т. е. лицу, вводящему бумагу на биржу, предоставлялось высказать какъ бы свой взглядъ на вводимую имъ цѣнность, выразить свое мнѣніе о солидности бумаги. При извѣстныхъ условіяхъ—голодъ, эпидемія, запрещеніе ввоза—Министру Финансовъ предполагалось дать право испрашивать Высочайшее разрѣшеніе на пріостановленіе этой отвѣтственности [1]).

Это предположеніе о необходимости установленія отвѣтственности не только за veritas, но и bonitas бумаги представляется имѣющимъ серьезныя основанія. Наиболѣе, однако, дѣйствительной мѣрой, казалось бы, должно бы являться не установленіе нормъ допущенія бумагъ на биржу, а регулированіе *банковыхъ* операцій съ цѣнными бумагами въ смыслѣ ихъ запрещенія при извѣстныхъ условіяхъ [2]). Въ данномъ отношеніи необходимо было бы опредѣлить юридическія условія допущенія бумагъ къ *банковому* обороту, т. е. правоспособность опредѣленной бумаги служить объектомъ покупки банкомъ за свой счетъ, подобно тому, какъ и въ настоящее время разграничиваются права коммерческихъ банковъ по покупкѣ за свой счетъ гарантированныхъ и негарантированныхъ бумагъ, и быть обезпеченіемъ спеціальныхъ (on call) и другихъ клiентскихъ счетовъ. Для того, чтобы цѣнная бумага, такимъ образомъ, сдѣлалась объектомъ банковаго оборота, требовались бы, напримѣръ, слѣдующія условія: чтобы первоначальный выпускъ этой бумаги на свободный рынокъ (публичная, черезъ банки, подписка и т. д.) производился на основаніи проспекта, объявленій и др. документовъ, подписанныхъ банками, которые отвѣчали бы за бумаги, хотя бы въ смыслѣ установленія для банковъ обязательства въ теченіе извѣ-

---

[1]) См. проф. *И. Х. Озеровъ*, op. cit., стр. 310.

[2]) См. статью автора „Биржевыя проблемы“ въ газетѣ „Биржа“, 1913 г. № 9.

стнаго срока принимать ее обратно по извѣстному курсу. При этомъ, въ случаѣ послѣдующаго, по истеченіи обусловленнаго срока, паденія этихъ бумагъ ниже извѣстнаго процентнаго отношенія, эти бумаги подлежали бы изъятію изъ банковаго оборота. Съ другой стороны, цѣнныя бумаги, которыя были выпущены въ свѣтъ безъ соблюденія этого условія, могли бы быть приняты въ число таковыхъ, при условіи гарантіи ихъ курса на извѣстный срокъ и подписанія ихъ проспекта извѣстными банками и т. д.

Это постановленіе отнюдь не противорѣчитъ имѣющемуся въ большинствѣ банковыхъ уставовъ параграфу, запрещающему принимать на банкъ ручательства за подписку, ибо въ послѣднемъ случаѣ ручательство относится къ выпускающему акціи учрежденію, въ первомъ же случаѣ лишь къ возможной отвѣтственности въ отношеніи покупающей цѣнныя бумаги публики.

Литература: *Heilfron.* Geld- Bank- und Börsenwesen, 2 изд. (Berlin 1912). Его-же. Die Gesetzgebung über Geld- Bank- und Börsenwesen (Berlin 1911).—*Apt.* Börsengesetz, 5 изд. (Berlin 1909).—*Hemptenmacher.* Kommentar zu dem Börsengesetz, 2 изд. (1908).—Kommentar zum Börsengesetz, auf Veranlassung des Zentralverbandes des deutschen Bank- und Bankiergewerbes bearbeitet von *Rehm, Trumpler, Dowe,* mit Vorwort von Prof. Dr. *J. Riesser* (Berlin 1909).—*Nussbaum.* Kommentar zum Börsengesetz (München 1910).—*Schneider* und *Dahlheim.* Usancen der Berliner Fondsbörse (Berlin 1911).—Dr. *Paul Jacobs.* Die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel (Berlin 1914).—*Taeuber.* Die Börsen der Welt (Berlin 1912).—*A. Poley* and *Gould.* The history, law and practice of the Stock Exchange (London 1912).—*В. Прокшинскій.* Биржевая жизнь цѣнной бумаги по нашему законодательству („*Народное Хозяйство*“, 1905, № 6).

Биржевыя сдѣлки, ихъ пролонгація и ликвидація.

Статья проф. **Ed. Heilfron** и Dr. **Ervin Feld** [1]).

Въ настоящей статьѣ приняты во вниманіе отношенія на міровыхъ биржахъ—Лондона, Парижа, Нью-Іорка, Берлина, Франкфурта-на-Майнѣ и Вѣны. Въ основу изложенія правовыхъ условій положено германское право [2]), а посколько рѣчь идетъ о биржевой практикѣ — „Обычаи берлинской фондовой биржи“ („Usancen der Berliner Fondsbörse“), дѣйствующіе оффиціально съ 1 апрѣля 1914 года.

I. Кассовыя и срочныя сдѣлки.

Характерной особенностью биржи является то, что обращающіеся на ней товары не имѣются въ наличности въ мѣстѣ заключенія сдѣлки, какъ на базарѣ и ярмаркѣ, такъ что каждая поставка ихъ можетъ произойти только позднѣе и внѣ биржи.

Биржевыя сдѣлки суть сдѣлки, которыя совершаются съ биржевыми, т. е., обращающимися на биржѣ цѣнностями на основаніи твердо опредѣленныхъ условій и записей. Нужно различать *кассовыя сдѣлки*, т. е. сдѣлки, которыя выполняются тотчасъ или, по крайней мѣрѣ, въ ближайшемъ будущемъ, и *сдѣлки на время или на срокъ*, т. е. такія, которыя выполняются въ болѣе отдаленномъ будущемъ.

1. Кассовая сдѣлка,—это сдѣлка, вытекающая изъ оборотовъ повседневной жизни. Цѣнныя бумаги немедленно доставляются продавцомъ и принимаются покупателемъ съ уплатой покупной цѣны. Онѣ заключаются на берлинской биржѣ или прямо „рег

---

[1]) Статья написана спеціально для „Банковой Энциклопедіи“. Переводъ съ рукописи *М. Г. Новинскаго*.

[2]) О биржевыхъ сдѣлкахъ по русскому праву см. ниже статью *Я. М. Гессена*.

Kassa“ (т. е. съ выполненіемъ тотчасъ по закрытіи биржи) или „на завтра„ (т. е. съ выполненіемъ въ ближайшій биржевой день), или „чрезъ нѣсколько дней“; при послѣднемъ родѣ сдѣлки каждая сторона имѣетъ право съ третьяго биржевого дня объявить наступленіе срока.

Къ кассовымъ сдѣлкамъ относятся также и сдѣлки, „по появленіи“, заключенныя съ бумагами вновь выпускаемыми, на которыя предстоитъ еще подписка.

Въ противоположность срочнымъ сдѣлкамъ, въ кассовомъ оборотѣ обращаются даже самыя мелкія партіи.

Кассовый оборотъ обнимаетъ значительно больше цѣнностей, чѣмъ срочный. Но такъ какъ срочный оборотъ имѣетъ дѣло съ несравненно большими суммами, то въ кассовомъ оборотѣ колебанія курса, соотвѣтственно незначительности суммы оборота, сильнѣе.

Заключеніе кассовыхъ сдѣлокъ происходитъ обыкновенно устно; въ Германіи, однако, на основаніи имперскаго устава о гербовомъ сборѣ на каждую совершенную сдѣлку долженъ быть составленъ заключительный счетъ („Schlussnota“), который состоитъ изъ двухъ половинъ — одной для продавца, другой для покупателя, а по срединѣ его наклеивается гербовая марка для обезпеченія уплаты налога.

2. При *срочной сдѣлкѣ* продавецъ доставляетъ бумагу, а покупатель производитъ уплату по ней—нѣсколько позже. Срокомъ поставки (Stichtag) является на берлинской биржѣ послѣдній день мѣсяца, и такимъ образомъ сдѣлки здѣсь заключаются „per ultimo“. Срочные дни наступающаго года заранѣе устанавливаются и объявляются правленіемъ биржи. Обыкновенно въ третій отъ конца мѣсяца день происходитъ объявленіе преміи (см. ниже), въ предпослѣдній день — передача разсчетныхъ листовъ (см. ниже), въ послѣдній день — поставка, въ первый день слѣдующаго мѣсяца—выплата разницъ.

Въ Лондонѣ и Парижѣ имѣетъ мѣсто не только кассовая торговля и торговля „per ultimo“, но также торговля „per medio“, съ ликвидаціоннымъ днемъ въ половинѣ мѣсяца; въ Вѣнѣ торговля „per Kassa“ (на ближайшій биржевой день), „per Arrangement“ (не позднѣе 5 дней) и „per ultimo“ (для выполненія въ послѣдній день мѣсяца); въ Нью-Іоркѣ существуетъ только кассовой оборотъ.

Сдѣлки срочныя съ цѣнностями въ основѣ своей являются *фиксированными сдѣлками*, т. е. доставка и принятіе должны

происходить не ранѣе, какъ въ день срока; но существуютъ также такія срочныя сдѣлки (Eskomptgeschäfte), при которыхъ ultimo является послѣднимъ днемъ выполненія, но которыя, по предупрежденію одной изъ сторонъ, должны быть исполнены и раньше („покупка“, или „продажа per ultimo ежедневно“ или per ultimo твердо и ab medio ежедневно“). Въ этихъ случаяхъ предупрежденіе можетъ быть сдѣлано въ каждый день мѣсяца, во второмъ примѣрѣ—съ 15 числа даннаго мѣсяца въ биржевой день до $1^1/_2$ час. (въ субботу до 1 часу).

Биржевое „количество“ въ торговлѣ на срокъ.

Въ то время, какъ кассовыя сдѣлки заключаются на биржѣ, какъ было упомянуто, на всякія даже самыя мелкія суммы [1]), для заключенія срочныхъ сдѣлокъ обыкновенно существуетъ *опредѣленная основная сумма или количество;* свыше ея сдѣлки также не могутъ быть заключаемы на любыя суммы, а только на *кратныя основной суммѣ.* Она составляетъ въ *Берлинѣ*—за единичными исключеніями—для германскихъ имперскихъ и государственныхъ займовъ 10.000 марокъ, для другихъ внутреннихъ, выписанныхъ въ маркахъ цѣнныхъ бумагъ 15.000 марокъ, для иностранныхъ цѣнныхъ бумагъ 20.000 марокъ или кронъ, франковъ, лиръ, пезетъ, или 1000 ф. стер., 10.000 рублей или флориновъ или же 5.000 долларовъ; для бумагъ, обращающихся поштучно, 25 штукъ.

Франкфуртская биржа въ общемъ допускаетъ и менѣе значительныя суммы; такъ, внутреннія бумаги на 6.000, 5.000, 3.000 марокъ, иностранныя бумаги на 10.000 марокъ, 500 ф. ст., 10.000 кронъ, 5.000 рублей и т. д.

На вѣнской биржѣ сдѣлки производятся по преимуществу „per Arrangement“. При этомъ онѣ могутъ совершаться только въ размѣрахъ полныхъ биржевыхъ количествъ и кратныхъ имъ. При непосредственномъ заключеніи сдѣлокъ размѣръ ихъ можетъ и не быть кратнымъ, но во всякомъ случаѣ не менѣе основного количества.

Биржевое количество составляетъ для выигрышныхъ билетовъ, акцій транспортныхъ предпріятій, банковыхъ акцій и акцій промышленныхъ предпріятій—25 штукъ; для прочихъ категорій (за нѣкоторыми исключеніями) 10.000 кронъ или марокъ, 5.000

[1]) Нью-іоркская биржа, которая не знаетъ срочныхъ сдѣлокъ въ собственномъ смыслѣ, требуетъ, однако, и для кассовыхъ сдѣлокъ размѣра не менѣе 100 штукъ акцій или 10.000 долларовъ.

флориновъ или золотыхъ гульденовъ, 12.000 франковъ; для нѣкоторыхъ акцій допускаются минимальныя сдѣлки въ 5,10 или 20 штукъ.

На парижской биржѣ могутъ обращаться на сумму не менѣе 1.500 франковъ—3% французская и 3% итальянская ренты; на 1875 франковъ—$3^3/_4$% итальянская; на 2.000 франковъ—4% русская; на 2.000 ф. стерл.—$2^3/_4$% англійскіе консоли; акціи или облигаціи отъ 25 штукъ и т. д.

Экономическое значеніе срочной торговли.

Кассовыя сдѣлки служатъ преимущественно *дѣйствительному спросу*, сдѣлки на срокъ—*спекуляціи*.

Съ этимъ не нужно смѣшивать вопроса о томъ, являются ли сдѣлки на срокъ—*сдѣлками на разницу* (по германскому законодательству не пользующаяся судебной защитой игра). Сдѣлка на разницу будетъ тогда, если договоръ поставки, „намѣренно заключается съ тою цѣлью, чтобы разница между цѣной обусловленной и биржевой или рыночной цѣной момента поставки была уплачена потерявшимъ эту часть выигравшему ее“ (§ 764 Германск. Гражд. Уложенія). Таковъ, напр., будетъ случай, когда совершается покупка на 15.000 паевъ Diskonto-Gesellschaft 3 марта на ultimo по курсу дня 183%, но безъ дѣйствительнаго выполненія поставки 31 марта, а съ оговоркой, что если 31 марта курсъ будетъ стоять 186, уплатитъ продавецъ покупателю, а если курсъ будетъ стоять 180, уплатитъ покупатель продавцу 3% съ суммы 15.000 марокъ. Но такого рода сдѣлокъ совершенно не существуетъ въ биржевомъ оборотѣ. Обычно каждая сдѣлка либо выполняется въ день ultimo путемъ дѣйствительной передачи, либо выравнивается противоположной сдѣлкой. Продавецъ часто не имѣетъ еще бумагъ, которыя онъ въ теченіе мѣсяца продаетъ на ultimo, покупатель пріобрѣтаетъ бумаги обыкновенно не для того, чтобы держать ихъ продолжительное время, но для того, чтобы съ наступленіемъ ожидаемаго повышенія курса перепродать ихъ дальше. Его прибыль состоитъ такимъ образомъ не въ разницѣ курса дня купли и дня наступленія срока, а въ разницѣ курса дня купли и дня перепродажи, причемъ послѣдній обычно предшествуетъ дню срока. Если ожидаемое повышеніе курса не наступаетъ, напр., до 26 числа даннаго мѣсяца, покупатель, уже не разсчитывая на заключеніе выгодной обратной сдѣлки, обычно откладываетъ сдѣлку чрезъ *пролонгацію* ея съ продавцомъ или же—что представляетъ обычное явле-

ніе во взаимныхъ сношеніяхъ биржевыхъ посѣтителей—съ третьимъ лицомъ до ultimo слѣдующаго мѣсяца. Такимъ образомъ, курсъ въ день ultimo берется для вычисленія разницы только въ томъ случаѣ, если случайно на ultimo заключается обратная сдѣлка. Столь же малую роль играетъ и т. н. курсъ дня ликвидаціи въ качествѣ „биржевой цѣны для поставки“ (см. объ этомъ ниже). Тотъ именно фактъ, что заключается обратная сдѣлка, указываетъ на необходимость фактическаго выполненія каждой сдѣлки.

Но согласно установившейся въ Германіи практикѣ, основывающейся на разъясненіи Имперскаго суда, нужно признать, что § 764 Гражданскаго Уложенія касается такихъ сдѣлокъ, которыя могутъ быть приравнены въ хозяйственномъ отношеніи игрѣ; таковъ будетъ случай, когда сдѣлка и обратная сдѣлка заключаются одними и тѣми же контрагентами, что регулярно происходитъ въ сношеніяхъ банкира съ его постоянной кліентурой. Если А покупаетъ отъ В 3-го числа рег ultimo, а 8-го продаетъ ему тѣ же бумаги рег ultimo, тогда онъ долженъ былъ бы 31 числа принять отъ В и доставить ему однѣ и тѣ же бумаги; такъ какъ въ этомъ случаѣ фактическое выполненіе замѣняется компенсаціей, то здѣсь дѣло сводится къ уплатѣ разницы. Но даже и въ этомъ случаѣ примѣнимость § 764 B. G. B. обычно исключается § 58-мъ германскаго устава о биржахъ.

Такимъ образомъ, *юридически* заключаемыя на биржѣ сдѣлки на срокъ нельзя подвести подъ понятіе „биржевой игры“. Напротивъ, дѣло идетъ о дѣйствительно выполняемыхъ сдѣлкахъ купли съ измѣняющимся временемъ выполненія ихъ. Но и въ хозяйственномъ отношеніи также нельзя разсматривать всѣ биржевыя сдѣлки на срокъ, какъ „игру“.

Несомнѣнно, что сдѣлки на срокъ служатъ спекуляціи; несомнѣнно также, что на каждой биржѣ есть посѣтители, которые занимаются спекуляціей, какъ самоцѣлью, т. е. желаютъ получить прибыль исключительно на повышеніи или паденіи курса, на который они по возможности стараются вліять. Различаютъ двѣ группы спекулянтовъ: „повышатели“ (haussiers, по франц. mineurs, по англійски bulls—быки), которые спекулируютъ на повышеніе курса и поэтому покупаютъ въ надеждѣ, что подъемъ курса создастъ для нихъ возможность предъ ultimo продать съ прибылью еще не имѣющіяся у нихъ и неоплаченные бумаги, и „понижатели“ (baissiers, по франц. contremineurs, по англійски bears—медвѣди), которые въ ожиданіи паденія курса

продаютъ per ultimo бумаги, которыхъ они совсѣмъ не имѣютъ („in blanco“, „Leerverkauf“, „à decouvert“), въ надеждѣ покрыться ими дешевле до ultimo). Кто не получаетъ возможности покрыться до ultimo, тотъ стремится отсрочить сдѣлку. Преобладаніе отсроченныхъ сдѣлокъ на повышеніе или отсроченныхъ сдѣлокъ на пониженіе вліяетъ на размѣръ процента по ultimo-сдѣлкамъ. Эта спекуляція также имѣетъ свое оправданіе съ народно-хозяйственной точки зрѣнія,—она является важнымъ факторомъ въ уравниваніи курсовъ и устраненіи внезапныхъ потрясеній курса, подъ вліяніемъ понижателей при слишкомъ рѣзкой пріостановкѣ повышенія или наоборотъ. Иногда консорціумъ повышателей пытается скупить все находящееся на рынкѣ количество акцій опредѣленнаго разряда (Schwänze, corner, pool) и тогда получаетъ возможность диктовать цѣны понижателямъ, которые, по причинѣ недостатка товара, не могли покрыться. Однако же, эта спекуляція большей частью не удается, такъ какъ не удается скупить (блокировать) всѣ находящіяся на рынкѣ бумаги.

Но большая часть биржевыхъ сдѣлокъ на срокъ заключается не профессіональными спекулянтами. Чаще сдѣлка на срокъ используется, какъ родъ страховки противъ угрожающаго ухудшенія „конъюнктуры“. Если кто-нибудь, напр., ожидаетъ крупной получки, но онъ для помѣщенія капитала въ бумаги какъ разъ теперь желаетъ воспользоваться благопріятнымъ состояніемъ курса, хотя и не имѣетъ возможности уплатить сейчасъ покупную цѣну; или, если кто-нибудь долженъ позднѣе произвести платежъ, но какъ разъ сейчасъ получаетъ благопріятный случай для продажи своихъ бумагъ, не желаетъ, однако, чтобы деньги лежали до срока платежа, не принося процентовъ; или же, если кто въ качествѣ экспортера или импортера хочетъ гарантировать себя при сношеніяхъ съ заграницей отъ колебаній валюты,—тотъ заключаетъ для своего обезпеченія сдѣлки на срокъ. Такъ, въ русско-германской экспортной торговлѣ, до фиксированія курса рубля въ 1897 году, обычно на ожидаемую чрезъ три мѣсяца въ рубляхъ сумму заключалась въ данный моментъ также въ кредитныхъ рубляхъ сдѣлка продажи, и обратно.

Далѣе, только благодаря срочнымъ сдѣлкамъ создается возможность другого вида биржевой спекуляціи, *арбитража*.

Совершенно необходимой является торговля на срокъ для такихъ продуктовъ міровой торговли, какъ хлѣбъ, кофе, сахаръ,

хлопокъ, которые производятся только въ опредѣленный періодъ времени, а должны удовлетворять потребленіе въ теченіе цѣлаго года. Здѣсь она создаетъ возможность страховки отъ значительныхъ колебаній цѣнъ. Наконецъ, нельзя согласиться и съ тѣмъ, что срочныя сдѣлки представляютъ для широкой публики, стоящей внѣ биржи (outsiders), по сравненію съ кассовыми сдѣлками, *болѣе опасную* форму. Для лица, не располагающаго капиталами, кассовая сдѣлка является столь же опасной. Какъ уже указывалось, при кассовыхъ сдѣлкахъ колебанія курса больше. Въ другихъ торговыхъ сдѣлкахъ покупка въ кредитъ, быть можетъ, и опаснѣе, чѣмъ покупка на наличныя, такъ какъ она можетъ вызвать соблазнъ пріобрѣсти предметы, которые въ настоящее время не являются необходимыми, или какъ-нибудь иначе обременить свои покупательныя силы. Но биржевыя сдѣлки съ частной публикой едва ли заключаются въ формѣ кредитныхъ сдѣлокъ въ чистомъ видѣ; чаще банкиръ требуетъ обезпеченія, которое покрываетъ до извѣстнаго размѣра дебетъ кліента. Съ другой стороны, кассовыя сдѣлки въ извѣстной степени также оказываются кредитными сдѣлками; купленныя бумаги до полной оплаты ихъ остаются собственностью банкира, кліентъ долженъ отказаться отъ реестра бумагъ (описи пріобрѣтенныхъ бумагъ съ указаніемъ ихъ нумеровъ) и довольствуется только указаніемъ числа ихъ, т. е. банкиръ признаетъ, что отъ себя долженъ кліенту соотвѣтствующее количество бумагъ, не обозначенныхъ по нумерамъ. Правда, при сдѣлкахъ на срокъ рискъ увеличивается благодаря крупнымъ оборотамъ, но вмѣстѣ съ тѣмъ онъ и понижается: 1) благодаря возможности пролонгаціи, т. е. отсрочки окончательнаго платежа и возникающей отсюда новой возможности получить тѣмъ временемъ прибыль, или же 2) чрезъ заключеніе сдѣлки съ преміей. Поэтому то банкиры и требуютъ при кассовыхъ сдѣлкахъ обычно бо́льшаго взноса, чѣмъ при сдѣлкахъ на срокъ [1]).

II. Сдѣлки съ преміей.

Въ то время, какъ при срочныхъ сдѣлкахъ, о которыхъ говорилось до сихъ поръ, твердая покупка или продажа можетъ принести каждому контрагенту непредвидимую напередъ потерю, т. н. *сдѣлки съ преміей* ограничиваютъ для одной стороны возможный размѣръ потери. При сдѣлкѣ съ преміей (Prämiengeschäft, option, marché à prime) „плательщикъ пре-

[1]) Подробнѣе объ экономическомъ значеніи срочныхъ биржевыхъ сдѣлокъ см. ниже въ статьѣ *Р. К.* *Прим. ред.*

міи“ покупаетъ у противника, „получателя преміи“, чрезъ безусловное пожертвованіе опредѣленной суммы—преміи—*право выбора* и вытекающее отсюда ограниченіе риска. Сдѣлки съ преміей совершаются въ различныхъ формахъ и комбинаціяхъ—въ Германіи фактически только на товарныхъ биржахъ Берлина, Франкфурта-на-Майнѣ и Гамбурга и только въ видѣ неоффиціальныхъ сдѣлокъ, т. е. въ свободномъ обращеніи безъ курсового маклера и безъ оффиціальной регистраціи (только въ Франкфуртѣ-на-Майнѣ оффиціально публикуются предѣлы разницъ для стелляжей, предварительныя и обратныя преміи).

Слѣд., здѣсь всегда можетъ быть извѣстенъ размѣръ заранѣе ограниченной потери; прибыль же получается только тогда, если колебанія курса дѣлаются настолько значительными, что превышаютъ разницу между ultimo-курсомъ и курсомъ сдѣлки съ преміей (ecart) плюсъ куртажъ, провизія и гербовые сборы. Но на такія колебанія курса въ сдѣлкахъ ultimo можно рѣдко разсчитывать. Кромѣ того, какъ разъ сдѣлки съ преміей охотно примѣняются для эксплоатаціи своей клієнтуры мелкими банкирами (Winkelbankiers, bucket-shops), которые держатся принципа: „ограниченный рискъ, неограниченная прибыль“. Поэтому въ послѣднее время сдѣлки съ преміей пріобрѣли дурную славу.

1. *Сдѣлки съ предварительными и обратными преміями.* Среди сдѣлокъ съ преміями такого рода сдѣлки являются наиболѣе частыми и наиболѣе подходятъ также для outsiders, т. е. лицъ, не посѣщающихъ биржу, которыя желаютъ спекулировать при ограниченномъ рискѣ. Кто желаетъ вступить въ сдѣлку съ преміей въ качествѣ покупателя, покупаетъ *предварительную премію*. Онъ покупаетъ бумаги на ultimo, но удерживаетъ за собой право *не принять бумаги* до опредѣленнаго дня (устанавливаемаго правленіемъ биржи, обыкновенно назначаемаго на третій день отъ конца мѣсяца), *дня заявленія рѣшеній относительно преміи*. Если онъ не принимаетъ бумаги, то платитъ заранѣе опредѣленную премію, если же принимаетъ, то платитъ заранѣе опредѣленную покупную цѣну, которая, естественно, превышаетъ обыкновенный ultimo-курсъ. Ея высота колеблется не только въ зависимости отъ соотношенія спроса и предложенія, но и отъ ожидаемаго, вслѣдствіе общей конъюнктуры, большаго или меньшаго измѣненія курса; отъ рода бумаги, т. е. отъ предвидимаго въ особыхъ случаяхъ колебанія курса (для бумагъ, подверженныхъ рѣзкому колебанію курса, премія естественно выше, чѣмъ для менѣе подвижныхъ), а также отъ

продолжительности времени до объявленія преміи. Продавецъ преміи не можетъ бездѣятельно нести свой неограниченный рискъ; поэтому онъ обыкновенно покрывается, т. е. самъ совершаетъ покупку съ преміей или покупку на половину твердую, на половину стелляжную, или же совершаетъ твердую покупку гдѣнибудь въ другомъ мѣстѣ. Такъ какъ онъ обыкновенно можетъ покрываться только до ближайшаго ultimo, а дальнѣйшую отсрочку можетъ совершать лишь съ значительными расходами, то онъ долженъ напередъ учесть эти добавочныя издержки при заключеніи долгосрочной сдѣлки съ предварительной преміей.

Если А желаетъ спекулировать на повышеніе при ограниченномъ рискѣ акціями Х—банка, то онъ покупаетъ у В 9 апрѣля ultimo-апрѣль акціи Х—банка на 30.000 марокъ (обычно наименьшая норма сдѣлокъ съ преміей) при ultimo—курсѣ $251^3/_4\,\%$ съ предварительной преміей; если, напр., премія и экартъ составляютъ $1^3/_8\,\%$, то при пріемѣ акцій онъ долженъ платить покупную цѣну въ $253^1/_8\,\%$, при отказѣ—премію въ $1^3/_8\,\%$. Запись тогда имѣетъ такой видъ: $253^1/_8/1^3/_8$ V, нужно читать $253^1/_8$ *dont* (въ томъ числѣ) $1^3/_8\,\%$ предварительная премія. Такимъ образомъ онъ можетъ потерять самое большее $300 \times 1^3/_8 = 412{,}_{50}$ марокъ.

Премія уплачивается въ Берлинѣ въ день, слѣдующій за днемъ объявленія премій, въ Франкфуртѣ-на-Майнѣ тотчасъ при заключеніи сдѣлки (наличная премія).

Если, напр., акціи Х—банка 12 апрѣля будутъ котироваться по 256, то А продастъ ихъ С и чрезъ это выручитъ $2^7/_8\,\% = 862{,}_{50}$ марокъ (за вычетомъ провизіи, куртажа и гербовыхъ расходовъ). Но онъ можетъ сдѣлку еще продолжить. Если, напр., акціи Х—банка 20 апрѣля упадутъ до 245 %, то онъ можетъ купить у D 30.000 марокъ и тѣмъ увеличить свою прибыль безъ всякаго риска. Ибо, если этотъ курсъ сохранится до ultimo, то онъ пожертвуетъ по отношенію къ В преміей и потеряетъ на этомъ $1^3/_8\,\%$; но зато на разницѣ между курсомъ сдѣлки съ С и съ D онъ заработаетъ 11 %, въ общемъ, слѣд., его прибыль составитъ $9^3/_8\,\%$, если не считать различныхъ накладныхъ расходовъ.

Разумѣется, если акціи станутъ падать уже съ 9 апрѣля, то его спекуляцію на повышеніе нужно считать неудавшейся. Если акціи въ день объявленія преміи стоятъ 247 %, то А отступаетъ отъ выполненія договора и платитъ премію.

Обыкновенно объявленія преміи въ собственномъ смыслѣ этого слова не дѣлается, потому что изъ положенія курса ясно, будетъ ли покупатель жертвовать премiей или нѣтъ. Въ нашемъ примѣрѣ $253^1/_8$ минусъ $1^3/_8 = 251^3/_4$ является базисомъ („Stichkurs“) сдѣлки. Если ultimo-курсъ превыситъ Stichkurs настолько, что покроетъ издержки (гербовыя и пр.), то само собой понятно, что покупатель возьметъ бумаги; если же ultimo-курсъ будетъ стоять ниже базиса, то опять-таки очевидно само собою, что онъ отступитъ отъ исполненія договора. Вслѣдствіе этого, объявленіе преміи только тогда необходимо, если базисъ случайно будетъ приблизительно равенъ ultimo-курсу.

Заявленіе о рѣшеніи относительно преміи должно быть сдѣлано точно до $1^1/_2$ часовъ дня (въ субботу до часу). Если это не сдѣлано, то въ сомнительныхъ случаяхъ дѣло рѣшается т. н. *комиссіей изъ трехъ лицъ*—членовъ правленія биржи (въ Франкфуртѣ-на-Майнѣ—камерой маклеровъ), должны ли быть бумаги сданы или нѣтъ. При отказѣ уплата преміи совершается въ слѣдующій за днемъ заявленія биржевой день между 9 и 12 часами; на практикѣ, однако, полученіе или сведеніе счетовъ производится въ день, назначенный для уплаты разностей.

Если ликвидаціонный курсъ равенъ базису, то для получателя преміи можетъ оказаться выгоднымъ взять бумаги обратно, напр., если онъ совершилъ твердую продажу и теперь нуждается въ бумагахъ, въ цѣляхъ сбереженія издержекъ по пріобрѣтенію ихъ, или если онъ надѣется на повышеніе курса въ ближайшій мѣсяцъ; сдѣлка же съ премiей не можетъ быть пролонгирована. Такимъ образомъ, если покупатель не можетъ рѣшиться ни на окончательную потерю преміи, ни на заключеніе новой сдѣлки съ премiей, такъ какъ въ будущемъ мѣсяцѣ его шансы на прибыль будутъ меньше на сумму экарта, то онъ, быть можетъ, предпочтетъ взять бумаги въ надеждѣ на повышеніе ихъ курса; съ этого времени, конечно, рискъ его становится неограниченнымъ.

Сдѣлки съ премiей могутъ заключаться не только въ видѣ сдѣлокъ на ultimo, но и на medio, а также на нѣсколько дней или на ближайшій день (дневная премія).

2. *Обратная премія.* Кто ожидаетъ паденія курса извѣстной бумаги, тотъ можетъ продать *обратную премію*. Онъ пріобрѣтаетъ чрезъ это право заявить покупателю въ день объявленія преміи, желаетъ ли онъ поставить проданныя бумаги или не желаетъ. Днемъ поставки является общій день ликвидаціи сдѣ-

локъ—ultimo. Если онъ отказывается отъ поставки, то долженъ уплатить въ качествѣ неустойки премію, которая по своимъ размѣрамъ приравнивается къ предварительной преміи соотвѣтствующей бумаги. Если же онъ предпочитаетъ поставку бумагъ, то эта поставка производится по заранѣе установленному курсу, который обычно ниже ultimo-курса дня заключенія сдѣлки на сумму преміи.

Напр., А желаетъ спекулировать на пониженіе съ ограниченнымъ рискомъ австрійскими кредитными акціями (котирующимися по 320 кронъ штука, въ сдѣлкахъ съ преміями въ количествѣ не менѣе 15 штукъ). Въ этихъ цѣляхъ онъ продаетъ В 9 іюня при ultimo-курсѣ въ 200¾ % 100 штукъ акцій ultimo—іюнь съ обратной преміей по 199½/1¼ R. (обратная премія), т. е. онъ долженъ въ день объявленія преміи заявить, желаетъ ли онъ поставить бумаги по 199½ % или же при отказѣ желаетъ заплатить 1¼ %. Такимъ образомъ, базисомъ будетъ 200¾. Если курсъ ultimo—іюнь будетъ стоять ниже, то онъ поставитъ акціи, въ противномъ случаѣ предпочтетъ отказаться. Возможныя колебанія курса въ промежуточное время онъ можетъ использовать способами, изложенными въ предыдущемъ пунктѣ. Но прибыль онъ можетъ имѣть только тогда, если курсъ упадетъ ниже 199½.

3. *Превращеніе сдѣлокъ съ предварительными преміями въ сдѣлки съ обратными преміями и наоборотъ.* Если А купилъ *предварительную премію* и хочетъ, въ случаѣ паденія курса, *„оборотиться“*, то это онъ дѣлаетъ посредствомъ совершенія *твердой продажи* на одинаковую сумму. Если, напр., онъ держится мнѣнія, что акціи Х-банка, вслѣдствіе полученныхъ новыхъ сообщеній, перестанутъ подниматься, тогда онъ продаетъ С 12 апрѣля (послѣ того, какъ онъ купилъ 9 апрѣля съ предварительной преміей) на 30.000 марокъ акцій Х-банка рег ultimo по 251¾ % (=базису первой сдѣлки) или по иному курсу. Обѣ сдѣлки имѣютъ тогда точно такое же дѣйствіе, какъ если бы А заранѣе совершилъ *продажу* съ обратной преміей по 250⅜/1⅜. Въ случаѣ, если курсъ поднимется выше 253⅛, онъ предпочтетъ выполненіе сдѣлки съ В; тогда онъ получитъ бумаги по 253⅛, но долженъ будетъ поставить ихъ С по 251 ¾, слѣд., съ потерей въ 1⅜. Если же курсъ упадетъ, напр., до 245%, тогда онъ отказывается отъ сдѣлки по отношенію къ В, платитъ ему премію въ 1⅜ %, но зато самъ поставляетъ С бумаги по 251¾; имѣя возможность самъ покрыться по 245, онъ такимъ образомъ

получаетъ прибыль въ $6^3/_4$ минусъ $1^3/_8 = 5^3/_8$ %. Слѣд., онъ получитъ прибыль только при паденіи курса и какъ разъ столько же, какъ если бы онъ продалъ обратную премію по $250^3/_8$ при преміи въ $1^3/_8$. *Сдѣлка съ предварительной преміей (на повышеніе) можетъ быть превращена въ сдѣлку съ обратной преміей (на пониженіе) посредствомъ твердой продажи на одинаковую сумму; сдѣлка съ обратной преміей соотвѣтственно можетъ быть превращена въ сдѣлку съ предварительной преміей.*

4. *Стеллажъ.* Покупатель стеллажа имѣетъ двоякое право выбора: онъ можетъ заявить въ день объявленія преміи, желаетъ ли онъ поставить или принять бумаги. Но одно изъ двухъ онъ долженъ сдѣлать; слѣд., онъ не можетъ отступиться отъ договора. Для поставки и пріема, естественно, устанавливаются различныя цѣны, онъ долженъ купить по высокой цѣнѣ, превышающей ultimo-курсъ въ день заключенія сдѣлки, или же онъ долженъ продать по цѣнѣ, стоящей ниже этого ultimo-курса на размѣръ разницы стеллажей.

На нѣкоторыхъ биржахъ, однако не на берлинской, существуютъ также *условныя сдѣлки съ преміями* („сдѣлки со сдачей и пріемомъ"), по которымъ покупателю стеллажа предоставляется еще третье право выбора—совершенно отступиться отъ договора. Но на берлинской биржѣ покупателю стеллажа дозволяется лишь серединное рѣшеніе, т. е. дозволяется половину принять, половину поставить.

Стеллажъ (называется также Stellgeschäft) представляетъ соединеніе сдѣлки съ предварительной преміей со сдѣлкой съ обратной преміей. Если, напр., ultimo-курсъ коммандитныхъ паевъ Disconto-Gesellschaft 9 апрѣля равняется $186^1/_2$, то A, если онъ желаетъ имѣть развязанныя руки для игры и на повышеніе, и на пониженіе, могъ бы при размѣрѣ преміи $1^1/_2$ % заключать съ B сдѣлку съ предварительной преміей по $188/1^1/_2$ V. (предварительная премія) и съ C сдѣлку съ обратной преміей по $185./1^1/_2$ R (обратная премія: *двойная сдѣлка съ преміей*). Того же самого эффекта онъ достигаетъ безъ позднѣйшей уплаты наличностью преміи посредствомъ сдѣлки съ однимъ контрагентомъ, если купитъ у него стеллажъ; въ послѣднемъ обозначается только цѣна, по которой онъ долженъ пріобрѣсти и по которой онъ долженъ поставить; въ предыдущемъ примѣрѣ A покупаетъ у Stillhalter'a стеллажъ на 30.000 марокъ коммандитныхъ паевъ Disconto-Gesellschaft по $189^1/_2/183^1/_2$, эта разница называется „Spannung" или „Stellgeld", а $186^1/_2$ называется

„срединой“ (Mitte) или „Stichkurs“. Если „средина“ не равна ultimo-курсу дня заключенія сдѣлки (если, напр., она равна 180), то это обозначаютъ „Stellage mit schiefer Mitte“.

Такъ такъ стеллажъ представляетъ соединеніе сдѣлокъ съ предварительной и обратной преміями, то отсюда слѣдуетъ, что разница (Spannung) соотвѣтствуетъ четверной преміи (или, при отклоненіи экарта отъ размѣра преміи, равняется двойной преміи плюсъ экартъ).

Итакъ, А можетъ получить прибыль только тогда, если курсъ въ день объявленія премій стоитъ выше $189^1/_2$ или ниже $183^1/_2$, слѣд., если онъ стоитъ, наприм., 191 или 181, потому что тогда онъ покупаетъ бумагу по покупной цѣнѣ $189^1/_2$ и можетъ ее точасъ перепродать по 191, или же продаетъ за $183\ ^1/_2$ бумагу, которой можетъ самъ покрыться. Stichkurs обозначаетъ для него наивысшій размѣръ потери. Но А можетъ также использовать промежуточное время, причемъ онъ можетъ сдѣлать это гораздо легче, чѣмъ съ простой сдѣлкой съ преміей, при расчленимости стеллажа на его составныя части—сдѣлки съ предварительной и обратной преміей. Это и послужило причиной того, что всегда легко можно найти продавцовъ стеллажа; ибо, въ виду слабаго колебанія ultimo-рынка, они разсчитываютъ на то, что разница не переступитъ границы ни въ ту, ни въ другую сторону; во вторыхъ, они имѣютъ возможность совершать много сдѣлокъ для покрытія стеллажа: такъ, маклеръ, который продалъ стеллажъ, купитъ предварительную премію и продастъ обратную премію, которыя вмѣстѣ полностью покрываютъ его; тогда онъ безъ риска можетъ заработать тройную провизію.

Легкость пріобрѣтенія и легкость превращенія дѣлаютъ стеллажи измѣрителями цѣнности для всѣхъ видовъ премій. Однако, *спекуляціи* они мало приносятъ пользы, вслѣдствіе широкихъ предѣловъ разницы (Spannung); ихъ главной цѣлью является *уравниваніе сдѣлокъ съ преміями*.

5. *Кратныя сдѣлки (Nochgeschäfte).* При кратной сдѣлкѣ совершается твердая покупка по опредѣленному курсу, которая соединяется съ правомъ покупателя на дополнительное требованіе по одинаковому курсу, или же продажа съ правомъ продавца на дополнительную поставку. Такимъ образомъ, при кратной сдѣлкѣ покупатель можетъ въ день объявленія преміи дополнительно требовать на сумму, равную той, на которую онъ совершилъ твердую покупку, или вдвое, втрое („покупка двойная, тройная и т. д.“), но зато онъ долженъ при заключеніи сдѣлки уплачи-

вать сумму, превышающую обыкновенный ultimo-курсъ; соотвѣтственнымъ образомъ и продавецъ можетъ въ день заявленія поставить, или только твердо запроданное или же вдвойнѣ, втройнѣ, но получаетъ меньшую сумму, чѣмъ ultimo-курсъ дня совершенія сдѣлки. Если А покупаетъ (въ двухкратномъ размѣрѣ mit 2×n) на 30.000 мар. акцій Laurahütte, курсъ которыхъ стоитъ 181%, то онъ долженъ будетъ платить приблизительно по 183; если онъ продастъ на 30.000 мар. (въ двухкратномъ размѣрѣ— mit 2×n), то онъ получитъ только по 179. Въ качествѣ кратнаго покупателя (Noch-Käufer) онъ долженъ принять акцій на 30.000 марокъ по твердой сдѣлкѣ, а на дальнѣйшія 30.000 мар. или 60.000 мар. потребуетъ только тогда, если ликвидаціоный курсъ превышаетъ 183; въ качествѣ продавца онъ долженъ поставить на 30.000 мар. и воспользуется своимъ правомъ дополнительной поставки лишь въ томъ случаѣ, если ликвидаціонный курсъ стоитъ ниже 179.

Такимъ образомъ, при кратной сдѣлкѣ *размѣръ потери не ограниченъ*. Но кратный покупатель (а равно и кратный продавецъ) могутъ ограничить возможность потери путемъ продажи на сумму твердой покупки (покупки на сумму твердой продажи). Тогда остается лишь чистая сдѣлка съ преміей, т. е. сдѣлка съ ограниченнымъ рискомъ.

Кратныя сдѣлки рѣдко совершаются на биржѣ: онѣ находятъ свое хозяйственное оправданіе въ *комиссіонномъ дѣлѣ*. Напр., не вполнѣ надежный кліентъ заказываетъ 30 вагоновъ угля; тогда комиссіонеръ покупаетъ только 10 вагоновъ съ двухкратнымъ дополнительнымъ требованіемъ (mit 2×n); если кліентъ приметъ неисправно, тогда комиссіонеръ не воспользуется своимъ правомъ на дополнительное требованіе.

Прочія иностранныя биржи. Лондонъ. The Stock Exchange. Сдѣлки съ преміями (option dealing) совершаются во всѣхъ формахъ, въ видѣ предварительной преміи (call option, кратко call), въ видѣ обратныхъ премій (put option, кратко put), въ видѣ стеллажей (put and call), однократныхъ сдѣлокъ по выбору покупателя (call of more), двухкратныхъ по выбору покупателя (call of twice more), однократныхъ по выбору продавца (put of more) и т. д. Заявленія рѣшеній относительно премій дѣлаются для горнопромышленныхъ цѣнностей за день до дня пролонгаціи этихъ цѣнностей, для консолей—въ особо назначенный для этого день, для остальныхъ цѣнностей—за день до общаго дня пролонгаціи до $2^1/_4$ час. дня (въ субботу до $12^3/_4$ ч.). Преміи (кромѣ Stellgeld)

уплачиваются при заключеніи сдѣлки, слѣд., являются наличными преміями; но въ отношеніяхъ съ заграницей уплата преміи производится лишь въ день выполненія сдѣлки. Вслѣдствіе предварительной выплаты преміи, плательщикъ преміи всегда обозначается покупателемъ, что по германскому обычаю непримѣнимо для обратной преміи. Слѣд., кто заключаетъ въ Лондонѣ сдѣлку съ обратной преміей, напр., на 300 East Rands, которыя котируются по 3 шиллинга и за это долженъ уплатить $^1/_4$ экарта на премію, тотъ обозначается *покупателемъ* Ł $^1/_4$ put of 300 East Rands à 3, въ то время, какъ въ Германіи онъ былъ бы продавцомъ 300 East Rands по $2^3/_4/^1/_4$ R (обратная премія) или—при предварительной уплатѣ преміи — по 3/0. Соотвѣтственно большей разницѣ (Spannung) при стеллажахъ за нихъ обыкновенно должно выплачиваться двойное call and put.

Парижъ. Здѣсь совершаются почти исключительно сдѣлки съ *предварительными преміями* и при томъ лишь съ опредѣленными размѣрами премій при подвижномъ экартѣ. Размѣры премій для рентъ составляютъ dont 5, 10, 25, 50 cts и 1 Fr.; для прочихъ цѣнностей (поштучно) dont $2^1/_2$, 5, 10, 20, 40 Fr. Заявленія о рѣшеніи относительно преміи (réponse des primes) дѣлаются наканунѣ дня ликвидаціи, какъ при сдѣлкахъ medio, такъ и ultimo.

Существуютъ также дневныя преміи (pour le lendemain). Временемъ подачи заявленія относительно премій является для нихъ 2 часа, для другихъ премій—$1^1/_2$ ч. дня.

Вѣна. При ultimo-сдѣлкахъ, ликвидируемыхъ per Arrangement, заявленіе должно быть сдѣлано въ биржевый день, предшествующій дню порученія, при сдѣлкахъ на medio-наканунѣ дня medio до 1 часу дня. Въ случаѣ неподачи заявленія, премія при сомнительномъ курсѣ теряется.

III. Арбитражъ съ цѣнными бумагами.

Арбитражъ—это такой видъ спекуляціи, который направленъ на использованіе разницы курса, существующей въ одно и то же время въ разныхъ мѣстностяхъ; въ то время, какъ *сдѣлки на время* стремятся использовать колебанія курса *во времени*, арбитражъ строится на колебаніяхъ курса *въ пространствѣ*. Напр., цѣна Lombarden на берлинской и вѣнской биржахъ обыкновенно стоитъ приблизительно на равной высотѣ; но все-таки какое-нибудь случайное или вызванное ранѣе дошедшими до той или иной биржи свѣдѣніями увеличеніе или уменьшеніе

предложенія можетъ поставить курсъ на обѣихъ биржахъ на разную высоту. Этимъ и пользуется *арбитражъ* въ цѣляхъ полученія прибыли.

Арбитражи имѣютъ хозяйственное значеніе въ смыслѣ уравниванія, нивеллированія курса; если, напр., ломбардскія котируются въ Вѣнѣ на $^1/_2$ % ниже, чѣмъ въ Берлинѣ, тогда арбитражеръ покупаетъ ихъ въ Вѣнѣ, а продаетъ въ Берлинѣ; курсъ въ Вѣнѣ чрезъ покупку повышается, курсъ въ Берлинѣ чрезъ продажу понижается и такимъ образомъ выравнивается разница (Marge).

Отъ только что описанныхъ *арбитражей на разницу*, полученія прибыли чрезъ использованіе различій цѣнъ въ пространствѣ, необходимо отличить *уравнительные арбитражи*. Послѣдніе выражаются въ отысканіи наиболѣе дешеваго способа удовлетворенія кредитора въ международномъ сообщеніи (посылки наличностью, покупки девизъ или выплатъ и т. п.), который находится въ зависимости отъ положенія вексельныхъ курсовъ и отъ правовыхъ предписаній различныхъ государствъ. Арбитражи на разницу имѣютъ своимъ предметомъ, главнымъ образомъ, банкноты, благородные металлы, цѣнныя бумаги и векселя.

Совершеніе арбитража. Для совершенія арбитража необходимо: а) *самое быстрое освѣдомленіе* посредствомъ телеграфа или—еще въ большой степени—по телефону; поэтому на всѣхъ большихъ биржахъ существуютъ собственные телефоны, которые въ теченіе функціонированія биржи въ нѣсколько минутъ передаютъ телеграммы биржевыхъ посѣтителей ихъ коллегамъ на другихъ биржахъ. Между Берлиномъ, Франкфуртомъ-на-Майнѣ, Гамбургомъ и Вѣной происходитъ въ теченіе биржевыхъ часовъ непрерывный телефонный разговоръ; лицо, распредѣляющее очередь („Turnus“) заранѣе устанавливаетъ, кто въ какую минуту будетъ говорить со своимъ корреспондентомъ (Metist). При быстромъ колебаніи спекуляціонныхъ курсовъ здѣсь минуты имѣютъ часто громадную важность, потому что уже въ силу факта передачи порученія на совершеніе арбитража разница (Spannung) курсовъ можетъ исчезнуть. Далѣе, для совершенія арбитража, существенное значеніе имѣетъ постоянная связь съ биржевымъ посѣтителемъ другого мѣста, (такъ наз. Metaverbindung), благодаря которой можно быть постоянно освѣдомленнымъ о положеніи дѣла тамъ. Корреспонденты (Metisten) обыкновенно дѣлятъ прибыли и убытки между собою. Кромѣ того, Metaverbindung имѣ-

етъ еще то преимущество, что сберегаетъ арбитражисту провизіонные расходы какъ по покупкѣ, такъ и по продажѣ.

Арбитражистъ долженъ быть хорошимъ счетчикомъ. Онъ часто долженъ производить въ умѣ сложныя вычисленія въ теченіе краткаго времени (въ особенности, при возможности самаго краткаго обдумыванія при разговорѣ по телефону); гдѣ монетная система и обозначенія курсовъ построены одинаково, какъ, напр., на всѣхъ германскихъ биржахъ, тамъ это сравнительно просто. Но громадныя затрудненія представляютъ сношенія между странами съ различной валютой, обозначеніемъ курсовъ, исчисленіемъ процентовъ и гербовымъ законодательствомъ. Такъ, если арбитражистъ узнаетъ, что аргентинская рента котируется въ Лондонѣ по 86%, то онъ прежде всего долженъ опредѣлить, чему это будетъ равняться въ переводѣ на берлинскій курсъ; для этого онъ долженъ принять во вниманіе разницу валюты, ибо переводный курсъ для 1 фун. ст. составляетъ въ Берлинѣ 20,40 мар., но долженъ быть также принятъ во вниманіе чековый курсъ; если онъ равенъ 2046, то вексель въ 100 ф. ст. будетъ стоить не 2040 марокъ, а 2046 мар., такимъ образомъ лондонскій курсъ будетъ относиться къ берлинской котировкѣ не какъ 86:89, а какъ $\frac{86.2046}{2040}$:89. На германскихъ биржахъ для бумагъ съ твердымъ процентомъ (до конца 1912 года также и для дивидендныхъ бумагъ) присоединяется сюда еще долевое начисленіе процентовъ, которые на большинствѣ внѣ-германскихъ биржъ не взымаются (см. стр. 310). Одновременно должны быть для выясненія того, обѣщаетъ ли покупка и продажа выгоду или о какой суммѣ идетъ дѣло, приняты во вниманіе всякіе гербовые сборы, биржевые обычаи, вексельно-правовыя постановленія, сроки поставки, куртажи и т. п. Наконецъ, нельзя не упомянуть о томъ, что расходы по пріобрѣтенію соотвѣственныхъ цѣнностей при продажѣ или по выплатамъ при покупкѣ заграницей могутъ свести къ нулю всю часто весьма незначительную прибыль отъ арбитража.

IV. Пролонгація биржевыхъ сдѣлокъ.

Какъ уже указывалось выше, неправильнымъ является взглядъ, что срочныя сдѣлки всегда сводятся только къ уплатѣ разницы. Напротивъ, А., купивъ у В. 5 апрѣля ultimo—апрѣль на 15.000 марокъ коммандитныхъ паевъ Disconto-Gesellschaft, долженъ при ultimo—ликвидаціи принять и оплатить ихъ, если до ultimo—апрѣля онъ не перепродалъ ихъ, такъ что не можетъ

приказать B. поставить бумаги своему покупателю. Равнымъ образомъ B, продавшій бумаги на ultimo, не имѣя ихъ и не будучи въ состояніи покрыться до ultimo, вслѣдствіе высокаго курса, долженъ поставить ихъ при ликвидаціи и, слѣдоват., пріобрѣсти ихъ по курсу ultimo—ликвидаціи, хотя-бы и значительно болѣе высокому.

Но часто спекулянтъ не обнаруживаетъ склонности прекратить спекуляцію; повышатель, напр., будетъ думать, что ожидавшееся въ апрѣлѣ повышеніе курса наступитъ въ маѣ или что наступившее уже повышеніе увеличится такъ, что при перепродажѣ въ маѣ можно будетъ получить большій барышъ; поэтому онъ желалъ бы продолжить свою спекуляцію въ томъ же направленіи. Это онъ достигаетъ путемъ совершенія такъ наз. *пролонгаціонной сдѣлки.* Другое лицо беретъ у него бумаги и платитъ ему ихъ курсовую цѣнность, которую онѣ имѣютъ въ день ликвидаціи, подъ обязательство принять обратно цѣнныя бумаги въ ближайшій ultimo по той же цѣнѣ. Такимъ образомъ, другое лицо принимаетъ эти бумаги къ себѣ, оно является „принимателемъ“ („Hereinnehmer“); лицо отсрочивающее сдаетъ ему бумагу: оно является „сдатчикомъ“ („Hereingeber“); оно сдаетъ бумагу на „содержаніе“ („Kostgeschäft“). Юридическая конструкція этой сдѣлки представляетъ соединеніе сдѣлокъ купли и продажи; приниматель покупаетъ на ultimo—апрѣль; но онъ продаетъ ихъ сдатчику снова на ultimo—май.

Пролонгаторъ можетъ достичь своей цѣли также и другимъ способомъ; онъ занимаетъ у другого требуемую сумму, беретъ на нее бумаги и отдаетъ ихъ ссудодателю въ видѣ ломбарднаго залога; такимъ образомъ, юридически здѣсь дѣло идетъ о ссудѣ подъ залогъ; на практикѣ эти ломбардныя операціи совершаются только въ пролонгаціонныхъ сдѣлкахъ между банками, потому что частныя лица могутъ получить подъ заложенныя цѣнныя бумаги только часть ихъ цѣны, тогда какъ при сдѣлкѣ со сдачей на содержаніе (Kostgeschäft)—полную ихъ цѣну по курсу дня.

I. Репортъ. Если A наблюдаетъ—приблизительно за недѣлю до ultimo—апрѣля,—что, повидимому, курсъ купленныхъ имъ коммандитныхъ паевъ Disconto-Gesellschaft до ultimo не поднимается болѣе, и онъ не желаетъ реализовать сдѣлку съ потерей для себя, но желаетъ отсрочить ее до ultimo—мая, тогда онъ будетъ стремиться совершить Kostgeschäft. Въ качествѣ принимателя является ссудодатель—большей частью крупный банкъ—или понижатель, который совершилъ твердую сдѣлку и теперь нуждается

въ бумагѣ. Такимъ образомъ, А продаетъ X на 15.000 марокъ паевъ Disconto-Gesellschaft на ultimo—апрѣль по ликвидаціонному курсу, пока еще не установленному, но который будетъ опредѣленъ за 2 дня до ultimo, и вмѣстѣ съ тѣмъ покупаетъ эти бумаги обратно у X ultimo—май по тому же курсу; изъ природы сдѣлки видно, что X долженъ поставить не тѣ же самыя, а лишь подобнаго рода бумаги. Германскій имперскій законъ о гербовомъ сборѣ слѣдуетъ тому соображенію, что эта сдѣлка, представляя съ *юридической точки зрѣнія* двойную сдѣлку—продажи и обратной покупки, въ хозяйственномъ отношеніи является *единой*, а именно, ссудной сдѣлкой, почему разрѣшаетъ оплачивать гербовымъ сборомъ только одну *разсчетную записку* (Schlussnote), которая содержитъ обѣ сдѣлки.

Ссудодатель X имѣетъ право на процентъ на выданный въ видѣ покупной цѣны капиталъ. Размѣръ пролонгаціоннаго процента зависитъ прежде всего отъ общаго положенія денежнаго рынка, создаваемаго учетнымъ процентомъ центральнаго банка и частнымъ, а также ultimo—процентомъ (т. е. процентомъ по ломбарднымъ ссудамъ, выдаваемымъ отъ одного ultimo до другого, см. ниже); кромѣ того, на размѣръ пролонгаціоннаго процента вліяетъ соотношеніе ultimo—сдѣлокъ, т. е. преобладаніе въ предыдущемъ мѣсяцѣ спекуляцій на повышеніе или же на пониженіе и вызванное этимъ большее предложеніе или большій спросъ на бумаги (см. стр. 315 и сл.). Такъ какъ пролонгаціонный процентъ обыкновенно выше банковаго дисконта, то вкладываніе капитала въ *репортную сдѣлку* является очень выгоднымъ для принимателя, въ особенности, если ссуженный капиталъ по истеченіи мѣсяца долженъ быть возвращенъ. Установленіе и исчисленіе репорта различны на германскихъ биржахъ въ зависимости отъ того, идетъ ли дѣло о твердо-процентныхъ или же о дивидендныхъ бумагахъ.

Что касается первыхъ, напр., 4% русской ренты, то тотъ владѣлецъ этихъ бумагъ, кому онѣ принадлежатъ 1-го января или 1-го іюля, т. е. въ сроки выдачи процентовъ по нимъ, будетъ находиться въ болѣе выгодномъ положеніи по сравненію съ тѣмъ, кто продалъ ихъ ему, скажемъ, въ іюнѣ послѣ того, какъ онъ владѣлъ ими отъ февраля до іюня; покупатель, имѣя бумаги въ теченіе лишь нѣсколькихъ дней, получитъ уже по нимъ проценты, тогда какъ продавецъ въ продолженіе пятимѣсячнаго обладанія бумагами не получитъ по нимъ такихъ процентовъ. Если бы В продалъ А бумаги не 25 іюня, а лишь 5

іюля, то онъ самъ получилъ бы проценты, которые теперь пришлись на долю А. Здѣсь должно быть произведено уравненіе. Это совершается путемъ долевой оплаты процентовъ (Stückzinsen): покупатель долженъ уплатить продавцу проценты за время съ момента послѣдняго платежа ихъ въ номинальномъ размѣрѣ. Эти проценты принадлежатъ продавцу, а покупатель получитъ ихъ въ ближайшій срокъ платежа.

Отсюда явствуетъ, что, если А даетъ въ репортъ банку Х въ концѣ марта на 15.000 марокъ русской ренты, то онъ получитъ отъ Х—банка въ качествѣ платежа ликвидаціонный курсъ (см. ниже) бумагъ плюсъ 4% за 90 дней, а въ концѣ апрѣля долженъ отдать банку тотъ же курсъ плюсъ 4% за 120 дней. При исчисленіи долевыхъ процентовъ, которые вычитаются не съ выданной суммы, а съ номинальной цѣнности бумагъ, годъ принимаютъ въ 360 дней, каждый мѣсяцъ въ 30 дней; только если ultimo-февраль явится моментомъ выполненія сдѣлки, февраль считаютъ въ 28 дней (въ високосные годы—въ 29 дней). Вычисленіе долевыхъ процентовъ производится по формулѣ $\frac{p.\ n.\ t.}{100.360}$, причемъ p обозначаетъ процентъ, n—номинальную сумму, t—количество дней. Такъ какъ размѣръ процента для каждой бумаги является опредѣленнымъ (въ приведенномъ примѣрѣ 4%), а дѣлитель 36000 также остается неизмѣннымъ, то, слѣд., для каждой бумаги измѣняется только n и p; такимъ образомъ, для русской 4% ренты формула будетъ $\frac{n.\ t.}{9000}$, для 3% бумаги— $\frac{n.\ t.}{12000}$ и т. д.

Какъ указанно выше, пролонгаціонная сдѣлка между А и банкомъ Х представляетъ собою продажу А банку на ultimo—мартъ и обратную покупку у банка на ultimo—апрѣль; поэтому съ юридической точки зрѣнія и по бухгалтерскимъ книгамъ банка послѣдній является собственникомъ бумагъ въ теченіе апрѣля мѣсяца; слѣд., А при обратной покупкѣ долженъ уплатить банку долевыхъ процентовъ болѣе, чѣмъ онъ получилъ отъ банка при продажѣ за 30 дней; поэтому въ бухгалтерскихъ книгахъ банка вносятся въ дебетъ А долевые проценты за 30 дней, т. е. (если дѣло шло о 15.000 марк. номинальной цѣнности А) $\frac{15000 \times 30}{9000} = 50$ марокъ. Но соотвѣтственно хозяйственной природѣ сдѣлки, А долженъ уплатить не только процентныя деньги —50 марокъ, но вознагражденіе за ссуду, которое соотвѣтство-

вало бы пролонгаціонному проценту, вычисленному съ выданной суммы, а не съ номинальной стоимости бумагъ. Слѣд., пролонгаціонный процентъ слагается изъ долевыхъ процентовъ въ 50 марокъ плюсъ нѣкоторая добавочная сумма. Это добавка и представляетъ собою дѣйствительно подлежащій уплатѣ *репортъ*.

Если банкъ X заключаетъ сдѣлку по пролонгаціонному проценту 6%, то выданная сумма составляетъ на 100 марокъ номинальной стоимости бумагъ 92 марки (а именно, фактическая курсовая стоимость, положимъ 91 марка, плюсъ 4 процента за 90 дней = 1 марка), т. е. въ цѣломъ 13800 марокъ; проценты по нимъ составятъ $\frac{13800 \times 6}{12 \times 100} = 69$ марокъ; отнимаемъ отсюда, какъ указано выше, долевые проценты въ размѣрѣ 50 марокъ; слѣд., *репортъ* составляетъ 19 марокъ. Эти 19 марокъ взимаются въ формѣ добавки къ цѣнѣ обратной покупки ultimo—апрѣль; такъ какъ они взимаются на сумму 15.000 марокъ, то, слѣд., на каждые 100 марокъ падаетъ репортъ въ 0,13 марокъ, что въ биржевой техникѣ выражается такимъ образомъ: банкъ X при обратной продажѣ беретъ съ A не уплаченную ему покупную цѣну въ 91%, а 91,13%, или на биржевомъ языкѣ: сдѣлка дастъ репортъ въ 13 сотыхъ (репортный процентъ = 0,13%, т. е. 13 пфениговъ на 100 марокъ или 13 коп. на 100 руб. номинальнаго капитала).

Согласно этому, *репортъ* находится по слѣдующей формулѣ:

$$\frac{\text{курсъ} + \text{долевые проценты до сдачи} \times \text{пролонгаціон. процентъ}}{100}$$

Отсюда отбрасываются долевые проценты за годъ; результатъ дѣлится на 12; слѣдовательно:

$$\frac{\left(\frac{\text{выданная сумма} \times \text{пролонг. процентъ}}{100}\right) - \frac{\text{долевые \%\% за годъ}}{100}}{12}$$

При данномъ репортѣ (R), наоборотъ, легко опредѣлить положенный въ основу пролонгаціонный процентъ (P). Вычисляется годовой процентъ репорта ($R \times 12$), къ нему прибавляется долевой процентъ (S), все это помножается на 100 и дѣлится на курсъ (K) съ присоединенными къ нему долевыми процентами; слѣд., формула будетъ такова:

$\frac{[(R \times 12) + S] \times 100}{K} = P$, а въ нашемъ примѣрѣ:

$\frac{[(0{,}13 \times 12) + 4] \times 100}{(91+1)} = P.$

Производство вычисленія упростится, если мы не будемъ помножать $(R \times 12 + S)$ на 100 и результатъ дѣлить на курсъ съ прибавленными къ нему долевыми процентами, а вмѣсто этого раздѣлимъ курсъ, увеличенный долевыми процентами, на 100 и полученное число возьмемъ дѣлителемъ, а на мѣсто дѣлимаго поставимъ $(R \times 12 \times S)$; тогда искомую величину можно вычислять проще: $\frac{(R \times 12) + S}{K \,:\, 100} = P$, а для взятаго нами примѣра:

$\frac{(0{,}13 \times 12) + 4}{92 \,:\, 100} = \frac{1{,}56 + 5}{0{,}92} = \frac{5{,}56}{0{,}92}$, результатъ въ круглой цифрѣ будетъ равенъ 6%.

Значительно проще вычисляется репортъ съ бумагъ дивидендныхъ, а не твердо-процентныхъ. На германскихъ биржахъ дивидендныя бумаги стали обращаться безъ долевыхъ процентовъ съ января 1913 года (заграницей уже давно). До тѣхъ поръ по дивиденднымъ бумагамъ также платили долевые проценты и притомъ одинаковые, независимо отъ того, давно ли происходило общее собраніе или недавно, можно-ли разсчитывать на дивидендъ въ 12% или же совершенно нельзя ожидать дивиденда; долевые проценты составляли 4%. По прошествіи общаго собранія бумага падала тогда на размѣръ дивиденда, за вычетомъ долевыхъ процентовъ, т. е., если дивидендъ составилъ 10%,—на 6%, если 4%,—курсъ бумаги оставался безъ измѣненія. И наоборотъ, если дивидендъ составлялъ только 1%, бумага поднималась на 3%, если совершенно не было выдано дивиденда, бумага поднималась на 4%. Начисленіе долевыхъ процентовъ въ 4%, естественно, вліяло на внутреннюю цѣнность бумаги; было несправедливо уплачивать продавцу бумаги, отъ которой можно твердо надѣяться на 12% дивиденда, только 4% за время обладанія ею; съ другой стороны, несправедливымъ являлось также оплачивать 4% бумагу, отъ которой нельзя ожидать никакого дивиденда. Это положеніе дѣла было съ полнымъ основаніемъ измѣнено въ началѣ 1913 года. Съ этого времени продавецъ получаетъ процентъ въ видѣ повышенія курса до общаго собранія; послѣ собранія курсъ падаетъ на полный дивидендъ. Теперь, если A отдаетъ банку X на 15.000 коммандитныхъ паевъ Disconto-Gesellschaft, онъ уже не получаетъ ultimo—мартъ до-

левыхъ процентовъ и не долженъ платить ихъ ultimo—апрѣль; такимъ образомъ, ему не записываются въ дебетъ долевые проценты за одинъ мѣсяцъ и не производится вычетъ ихъ изъ суммы репорта.

Вычисленіе репорта совершается просто слѣдующимъ образомъ: курсъ=183, процентъ=6%, слѣд., процентъ на 100 марокъ номинальной стоимости за 1 годъ=10,98, за 1 мѣсяцъ=0,91 марки, (обозначается „0,91 cent“). Итакъ, А долженъ обратно принять свои бумаги по курсу 183,91.

При данномъ репортѣ процентъ вычисляется по формулѣ: $\frac{\text{Репортъ} \times 12}{\text{курсъ} : 100} = \text{процентъ}$; въ нашемъ примѣрѣ $\frac{0{,}91 \times 12}{183 : 100}$ т. е. $10{,}92 : 1{,}83 = 6\%$ (въ круглой цифрѣ).

2. *Депортъ*. Какъ мы видѣли, въ сдѣлкахъ съ твердопроцентными бумагами нужно имѣть, кромѣ дебетируемыхъ долевыхъ процентовъ, еще репортъ, вслѣдствіе того, что (вычисленные съ дѣйствительно выданной суммы) ссудные проценты выше, чѣмъ (вычисленные съ номинальной стоимости) долевые проценты. Но можетъ случиться, что долевые проценты будутъ выше, чѣмъ реальные проценты; напр., курсъ бумаги стоитъ значительно ниже пари, почему и выданная сумма значительно меньше номинальной цѣнности бумагъ, или *découvert* (т. е. спросъ понижателей) настолько великъ, что принимателя, съ трудомъ покрывая ихъ потребность въ бумагахъ, удовольствуются процентомъ, который будетъ ниже долевого процента, т. е. обозначеннаго на купонахъ соотвѣтствующей бумаги. Хотя въ данномъ случаѣ сдатчикъ въ общемъ долженъ уплатить процентовъ (въ количествѣ вознагражденія за пролонгацію) на сумму меньшую той, какую составятъ долевые проценты за одинъ мѣсяцъ, но онъ будетъ, какъ указано выше, дебетованъ долевыми процентами за одинъ мѣсяцъ, т. е. на сумму большую, чѣмъ онъ долженъ платить. Разница между суммой дебета и долгомъ по процентамъ должна быть ему возмѣщена; это возмѣщеніе совершается путемъ выплаты при обратной покупкѣ имъ бумагъ, т. е. при обратномъ пріемѣ онъ получаетъ бумаги со скидкой противъ той суммы, которая была уплачена ему при сдачѣ. Эта скидка называется *депортомъ*. Изъ сказаннаго явствуетъ, что депортъ возможенъ только при торговлѣ цѣнными бумагами съ твердымъ процентомъ, гдѣ имѣетъ мѣсто начисленіе долевыхъ процентовъ.

Вычисленіе депорта совершается слѣдующимъ образомъ: курсъ сдачи пусть будетъ 49%, поштучные проценты составляютъ 4%; процентъ (P) за денежную ссуду въ цѣляхъ пролонгаціи составляетъ 3%; тогда сдатчикъ получаетъ въ концѣ марта за каждыя 100 марокъ номинальной стоимости 49 плюсъ долевые проценты (4% на 3 мѣсяца = 1 мар.) = 50 марокъ; онъ дебетуется 0,33 мар. долевыхъ процентовъ за 1 мѣсяцъ, а долженъ уплатить только $\frac{50 \cdot 3}{100 \cdot 12} = 0{,}13$ мар.; слѣд., 0,20 мар. ему должны быть возмѣщены въ качествѣ *депорта*.

Итакъ, депортъ находятъ слѣдующимъ образомъ: къ ликвидаціонному курсу (49%) прибавляютъ текущіе долевые проценты, вычисленные съ каждыхъ 100 марокъ номинальной стоимости (за 3 мѣсяца, слѣд., 1 марка), сумму помножаютъ на пролонгаціонный процентъ (*P*), результатъ дѣлятъ на 100, полученное частное вычитаютъ изъ годовыхъ долевыхъ процентовъ (здѣсь 4 марки) и—въ цѣляхъ полученія процента за одинъ мѣсяцъ—все это дѣлятъ на 12; слѣдовательно: $\frac{S - \frac{K \cdot P}{100}}{12}$; въ данномъ примѣрѣ $\frac{4 - \frac{(49 + 1) \cdot 3}{100}}{12} = 0{,}20$ мар. на 100 мар. номинальной цѣнности. Вычитаніе пролонгаціоннаго процента при данномъ депортномъ процентѣ (*D*) и курсовой стоимости, съ прибавленными къ ней текущими долевыми процентами, совершается по обратной формулѣ: $\frac{[S - (D \cdot 12)] \times 100}{K}$; въ данномъ примѣрѣ: $\frac{(4 - 2{,}4) \times 100}{50} =$ (въ круглой суммѣ) 3%.

Но можетъ случиться такъ, что при пріемѣ долевые проценты и пролонгаціонный процентъ будутъ какъ разъ равны между собой; напр., пусть пролонгаціонный процентъ будетъ $3^1/_3$%; бумага, допустимъ, имѣетъ курсовую стоимость 119%; тогда сдатчикъ получитъ въ концѣ марта 119 плюсъ (долевые проценты за 3 мѣсяца) 1 марка = 120 марокъ на каждые 100 мар. номинальной стоимости; онъ будетъ дебетованъ ultimo—апрѣль 0,33 марками долевыхъ процентовъ; платить онъ долженъ $\frac{120 \times 3^1/_3}{100}$ пролонгаціонныхъ процентовъ за годъ, т. е. какъ разъ 4 марки или 0,33 мар. въ мѣсяцъ; въ виду того, что онъ дебетованъ

уже на равную сумму, не происходитъ платежа ни репорта, ни депорта; обязательство *урегулировано* („das Engagement ist *glatt geschoben*“).

Репортныя и депортныя сдѣлки могутъ заключаться съ третьими лицами, но также и между первоначальными контрагентами. Въ сношеніяхъ банкира съ частной публикой послѣднее является даже обычнымъ. Но и при этой, въ собственномъ смыслѣ слова, пролонгаціи она сохраняетъ форму продажи и обратной покупки.

Отъ совокупности многихъ обстоятельствъ зависитъ то, нужно ли въ отдѣльныхъ случаяхъ платить репортъ или депортъ и въ какомъ размѣрѣ. Главными факторами являются *курсъ* и *размѣръ процента сдѣлокъ на ultimo*.

Если, напр., бумага стоитъ 50 за сто и дастъ 4% на штуку, то процентъ для сдѣлокъ на ultimo долженъ подняться уже до 8%, чтобы приниматель могъ получить репортъ; и, наоборотъ, если бумага котируется по 200% и приноситъ 4%, процентъ—ultimo долженъ пасть ниже 2% для того, чтобы былъ возможенъ депортъ.

Напротивъ: при ultimo—процентѣ 6% четырехпроцентная бумага должна упасть ниже 66% для того, чтобы сдатчикъ былъ свободенъ отъ платежа репорта, тогда какъ, при ultimo—процентѣ въ 2,66% четырехпроцентная бумага только тогда принесетъ репортъ, если поднимется, по крайней мѣрѣ, на 150%.

Далѣе оказываетъ вліяніе, какъ уже упомянуто выше, *преобладаніе на ultimo-рынкѣ спекулятивныхъ сдѣлокъ на повышеніе или же на пониженіе*. Если преобладаютъ сдѣлки на повышеніе настолько сильно, что многіе стремятся сдать свои бумаги, тогда ссудодатели и покупающіе бумаги понижатели, въ виду излишка предложенія, потребуютъ отъ сдатчиковъ высокій процентъ. Если же, наоборотъ, преобладаетъ спекуляція на повышеніе такъ, что понижатели съ затрудненіемъ пріобрѣтаютъ достаточное количество бумаги, тогда они — а также банки, которые получаютъ много порученій отъ понижателей на поставку бумагъ,— удовольствуются незначительнымъ процентомъ. Наибольшаго размѣра достигаетъ это движеніе въ томъ случаѣ, когда консорціуму повышателей удается скупить всѣ бумаги опредѣленнаго рода (Corner, Schwänze) и такимъ образомъ вызвать поднятіе ихъ на ultimo даннаго мѣсяца, напр., процентовъ до 180, за которымъ послѣдуетъ потомъ къ ближайшему ultimo паденіе курса процентовъ до 140; тогда создается возможность

диктовать процентъ понижателямъ, которые, въ виду высокаго уровня курса, стремятся сдѣлать отсрочку до ближайшаго ultimo и принуждены бываютъ соглашаться на очень высокій депортъ.

Затѣмъ, оказываютъ также вліяніе обязательства *по арбитражамъ*, благодаря которымъ часто въ одномъ мѣстѣ предъявляются требованія на бумаги ко времени ultimo, тогда какъ въ другомъ—ихъ предлагаютъ; арбитражи, естественно, направлены не только къ тому, чтобы выравнять свои сдѣлки въ пространствѣ, чтобы, напр., въ Вѣнѣ столько же требовалось, сколько въ Берлинѣ подлежало уплатѣ, но и къ тому, чтобы уравновѣсить свои сдѣлки внутри отдѣльныхъ биржъ. На этомъ основаніи арбитражи также часто должны быть пролонгированы; но, какъ указано выше, арбитражъ является выгоднымъ только въ большихъ суммахъ; поэтому вызванныя имъ пролонгаціи часто оказываютъ большое вліяніе на репортъ и депортъ. Арбитражъ можетъ быть направленъ также какъ разъ на использованіе разницы въ пролонгаціонномъ процентѣ на отдѣльныхъ биржахъ. Тогда онъ вліяетъ также въ качествѣ уравнивающаго фактора.

Наконецъ, нельзя забывать о томъ, что *личная кредитоспособность* оказываетъ также вліяніе на размѣръ процента, который взимаетъ банкиръ съ каждаго своего кліента.

Такъ какъ при репортныхъ и депортныхъ сдѣлкахъ юридически *право собственности* на сданныя бумаги переходитъ къ принимателю, то послѣдній въ продолженіе владѣнія ими имѣетъ всѣ права собственности, т. е., напр., право голоса въ общемъ собраніи въ случаѣ, если оно придется на соотвѣтствующій мѣсяцъ. Нѣкоторые банкиры принимаютъ даже бумаги съ незначительнымъ репортомъ, въ цѣляхъ усиленія своего права голоса въ предстоящемъ общемъ собраніи.

Съ другой стороны, сдатчикъ долженъ провѣрить солидность принимателя. Если послѣдній къ ultimo—апрѣлю попадетъ въ конкурсъ, а бумаги къ тому моменту поднимутся на 10%, тогда сдатчикъ можетъ воспользоваться этой разницей лишь въ качествѣ обыкновеннаго конкурснаго кредитора. При дѣйствительномъ *ломбардированіи* сдатчикъ можетъ выдѣлить бумаги изъ конкурсной массы, подъ условіемъ обратнаго возврата ссуды. Приниматель, наоборотъ, при конкурсѣ сдатчика (въ случаѣ паденія его бумагъ) также можетъ воспользоваться своимъ правомъ требованія курсовой разницы лишь въ качествѣ

обыкновеннаго конкурснаго кредитора. Поэтому при каждой пролонгаціи, въ силу *обычая*, разница между курсомъ въ моментъ договора и ultimo-курсомъ *уплачивается наличными*.

3. *Ломбардныя сдѣлки* совершаются въ цѣляхъ пролонгаціи только между банкирами.

При *косвенной* ломбардной сдѣлкѣ ссудодатель (какъ и при репортной сдѣлкѣ) является собственникомъ бумагъ. Но онъ принимаетъ ихъ не по полному, а по обусловленному болѣе низкому курсу и поставляетъ обратно ихъ (или на ту же номинальную сумму того же рода бумагъ) въ ближайшій ultimo по тому же самому курсу (плюсъ репортъ или минусъ депортъ). Но, такъ какъ расчетъ будетъ совершаться по ликвидаціонному курсу (см. ниже), ссудодатель сейчасъ же получаетъ эту разность между ликвидаціоннымъ и обусловленнымъ курсомъ; чрезъ это онъ пріобрѣтаетъ извѣстную гарантію. Полученіе данной гарантіи и является для принимателя цѣлью всей сдѣлки: она служитъ *обезпеченіемъ противъ слабаго контрагента;* высота этого обезпеченія, т. е. разница между курсомъ, по которому ссудодатель доставляетъ повышателю или принимаетъ отъ понижателя, и курсомъ ликвидаціоннымъ зависитъ отъ качества бумагъ, конъюнктуры и личности ссудопринимателя.

Ломбардная сдѣлка, въ собственномъ смыслѣ слова, является наиболѣе распространенной между посѣтителями биржи пролонгаціонной сдѣлкой. Цѣлью ея является полученіе займа *(festes Geld, Ultimo-Geld)*, т. е. ссуды, по которой ни одна сторона не можетъ требовать уплаты въ срокъ между двумя ultimo. Главное преимущество ея предъ репортной сдѣлкой заключается въ Германіи въ ея *свободѣ отъ обложенія* (косвенная ломбардная сдѣлка также подлежитъ обложенію). Гарантія ссудодателя состоитъ въ качествѣ требуемыхъ имъ бумагъ и въ размѣрѣ оказываемой имъ залоговой ссуды. Очень часто заемщикъ еще самъ не знаетъ, какія бумаги онъ сможетъ въ ultimo отдать въ залогъ въ то время, какъ является уже вынужденнымъ войти въ переговоры съ ссудодателемъ. Иногда обусловливается, должны ли быть сданы государственныя бумаги, или банковыя акціи, или желѣзнодорожныя акціи; другіе ссудодатели принимаютъ только внутреннія бумаги, нѣкоторые совершенно не принимаютъ промышленныхъ бумагъ, третьи даютъ подъ внутренніе государственные займы бо́льшія ссуды, чѣмъ подъ внѣшніе и т. д. Главными ссудодателями на берлинской биржѣ являются

Королевскій Прусскій Банкъ (Seehandlung) и Прусская Central-Genossenschafts-Kasse (т. наз. Preussenkasse). Они предъявляютъ большія требованія къ качеству бумагъ и допускаютъ ссуды лишь въ ограниченной долѣ курсовой цѣны бумагъ, но зато даютъ деньги по болѣе дешевому проценту, чѣмъ крупные банки. Солидность заемщика въ сношеніяхъ съ частными банками, конечно, играетъ также большую роль.

Наконецъ, къ ломбарднымъ сдѣлкамъ относятся *ссуды денегъ на короткіе сроки*, посредствомъ которыхъ ссудодатель приходитъ на помощь своимъ кредитомъ послѣ ultimo. Эти деньги дороже, чѣмъ ultimo—ссуды; но зато проценты уплачиваются только за нѣсколько дней. Но этому преимуществу противостоитъ та опасность, что при недостаточномъ оживленіи денежнаго рынка ссудопріниматель не въ состояніи будетъ выплатить занятыхъ денегъ.

Внѣ-германскія биржи. Гдѣ допускается торговля на срокъ, тамъ возможна и пролонгація; повсюду долженъ быть возмѣщенъ процентъ принимателю. Въ то время, какъ на всѣхъ биржахъ пролонгаціонная сдѣлка представляется въ видѣ соединенія покупки и обратной продажи, т. е. юридическая ея конструкція такова же, какъ и на германскихъ биржахъ, техническая сторона дѣла, способъ начисленія процентовъ различны. Вѣнская и будапештская биржи (какъ и германскія биржи) для бумагъ съ твердымъ процентомъ признаютъ уплату долевыхъ процентовъ, тогда какъ на лондонской и парижской биржахъ всѣ бумаги обращаются безъ долевыхъ процентовъ, и процентъ, который слѣдуетъ продавцу, выражается только въ курсѣ. Далѣе: тогда, какъ на парижской биржѣ вознагражденіе за пролонгацію выражается въ томъ, что обратный пріемъ совершается по другому, болѣе высокому курсу (при репортѣ, который только и возможенъ въ Парижѣ, ибо, если понижатель нуждается въ бумагахъ, то онъ платитъ премію), чѣмъ при сдачѣ, на лондонской (а равнымъ образомъ на брюссельской, амстердамской и вѣнской биржахъ) курсъ обратной пріемки равенъ курсу сдачи; вмѣсто этого начисляется особая сумма въ видѣ пролонгаціонныхъ процентовъ. Въ результатѣ получается одно и то же, только методы исчисленія иные.

V. Ликвидація биржевыхъ сдѣлокъ.

1. Ликвидація кассовыхъ сдѣлокъ. Поставка производится на берлинской биржѣ въ мѣстѣ, указанномъ покупателемъ: для наличныхъ иностранныхъ монетъ, бумажныхъ денегъ, ры-

ночныхъ векселей—отъ 3 до 5 часовъ въ день срока, а для цѣнныхъ бумагъ, процентовъ, дивидендовъ и девизъ—въ слѣдующій биржевой день между 9 и 12 часами. Если одна сторона замедлитъ исполненіемъ, другая должна потребовать выполненія, по берлинскимъ обычаямъ, не позднѣе 8-го биржевого дня. Если же обѣ стороны молчатъ въ теченіе этого срока, то сдѣлка считается прекращенной. Если сторона, не пропустившая срока, хочетъ приступить къ *принудительному урегулированію* сдѣлки (которое можетъ быть произведено путемъ покупки или продажи чрезъ посредство курсового маклера или самостоятельно), то, такъ какъ кассовыя сдѣлки не являются фиксированными сдѣлками, она должна дать другой сторонѣ устно или письменно извѣстный срокъ, по меньшей мѣрѣ, до ближайшаго биржевого дня, а если требованіе было сдѣлано послѣ 1 часа, днемъ позднѣе до 12 часовъ дня, причемъ необходимо сдѣлать ясное предупрежденіе о принудительномъ урегулированіи. По безрезультатномъ истеченіи срока, въ ближайшій биржевой день должно быть произведено принудительное урегулированіе и притомъ по дѣйствующему курсу. Разность между курсомъ сдѣлки и курсомъ урегулированія должна быть тотчасъ уплачена той сторонѣ, которой она слѣдуетъ.

Для поставки бумагъ въ Берлинѣ, напр., существуетъ особаго рода центральная организація, къ которой примкнули всѣ болѣе или менѣе значительныя банковыя фирмы, а именно, основанный въ 1894 году *банкъ берлинскаго кассоваго союза* (Bank des Berliner Kassenvereins). Если при кассовой сдѣлкѣ банкъ X долженъ поставить 20 банковымъ учрежденіямъ купленныя бумаги и въ то же время имѣетъ получить бумаги отъ 15 банковъ, то онъ не долженъ посылать своихъ разсыльныхъ къ каждому изъ этихъ банковъ для разноса и собиранія бумагъ, а вмѣсто этого посылаетъ въ кассовый союзъ бумаги, которыя онъ долженъ поставить, вмѣстѣ съ документами на бумаги, которыя онъ долженъ получить; одновременно поступаютъ сюда и отъ другихъ фирмъ бумаги или же документы на полученіе таковыхъ. Кассовый союзъ дебетуетъ и кредитуетъ счетъ—жиро каждой фирмы суммами, подлежащими къ платежу или полученію, и производитъ взаимные разсчеты; такимъ образомъ, въ результатѣ всѣхъ разсчетовъ банка X его счетъ въ кассовомъ союзѣ будетъ дебетованъ или кредитованъ всего одною цифрой.

2. *Ликвидація срочныхъ сдѣлокъ* имѣетъ главной цѣлью *передачу товаровъ продавцомъ покупателю;* насколько это просто въ

принципѣ въ кассовыхъ сдѣлкахъ, настолько это усложняется при сдѣлкахъ на сроки. Ибо существующій при срочной сдѣлкѣ промежутокъ по большей части (здѣсь не принимаются во вниманіе случаи пролонгаціи) используется покупателями для дальнѣйшей перепродажи бумагъ, между тѣмъ, какъ бланкопродавцы (Leerverkäufer) въ это время покрываются бумагами. Такимъ образомъ, ко дню срока большинство срочныхъ сдѣлокъ уравновѣшивается обратными сдѣлками, и только немногіе участники получатъ или должны будутъ поставить бумаги „per saldo“. Но затрудненія возникаютъ отъ того, что большинство обратныхъ сдѣлокъ совершается съ другими лицами, а не съ тѣми, съ которыми были совершены главныя сдѣлки. Если A 8 апрѣля купилъ у B на 15.000 марокъ по номинальной цѣнѣ акціи Deutsche Bank по курсу 242%, а 12 апрѣля продалъ ихъ C по 245%, то онъ собственно, если не считать 3% разницы, полученной имъ въ свою пользу, не принимаетъ болѣе никакого участія въ поставкѣ. Въ результатѣ ему не нужно ни поставлять, ни пріобрѣтать акцій Deutsche Bank. Но B и C продолжаютъ считать его своимъ контрагентомъ по договору. Такимъ образомъ, онъ долженъ былъ бы 30 апрѣля принять бумаги отъ B чрезъ уплату ему $\frac{15000 \times 242}{100}$ мар. и поставить ихъ C, получивъ отъ него $\frac{15000 \times 245}{100}$ марокъ. Если принять во вниманіе, что, напр., на берлинской биржѣ участвуетъ нѣсколько сотенъ фирмъ, которыя въ теченіе одного мѣсяца совершаютъ тысячи сдѣлокъ съ одинаковыми бумагами, то ясна станетъ невозможность прямого выполненія отдѣльныхъ сдѣлокъ участвовавшими въ нихъ лицами. Поэтому на всѣхъ биржахъ создается необходимость въ учрежденіи въ цѣляхъ поставки бумагъ также, какъ и для платежа денегъ, *центральнаго разсчетнаго бюро* (союза для ликвидаціи, вывода сальдо, сведенія счетовъ), которое, исключая сдѣлки, урегулированныя обратными сдѣлками, вычисляло бы, кто долженъ поставить или принять бумаги per saldo, и сообщало о томъ участнику съ указаніемъ его контрагента.

Дальнѣйшее затрудненіе состоитъ въ томъ, что сдѣлки съ однѣми и тѣми же бумагами совершаются по самымъ разнообразнымъ курсамъ. Поэтому урегулированіе ихъ было бы сопряжено съ громадными затрудненіями; въ самомъ дѣлѣ, если банкъ X долженъ поставить бумагу однимъ банкамъ по 107, другимъ по 108, а отъ третьихъ банковъ имѣетъ получить ту же самую

бумагу по $106^2/_3$ или $107^1/_2$, то, конечно, урегулированіе вызоветъ самыя сложныя вычисленія; и это только одинъ примѣръ изъ тысячи, по которымъ долженъ быть произведенъ разсчетъ въ каждый ultimo. Разумѣется, окончательная поставка или пріемъ должны совершаться по различнымъ курсамъ. Но въ цѣляхъ устраненія этихъ затрудненій при предварительномъ разсчетѣ поставка всѣхъ бумагъ опредѣленнаго рода въ ultimo совершается по *одному* курсу, т. наз. *ликвидаціонному курсу*. Онъ устанавливается биржевымъ правленіемъ за два дня до биржевого ultimo и соотвѣтствуетъ приблизительно стоящему въ этотъ день „первому курсу“ („erster Kurs“). Такимъ образомъ, этотъ ликвидаціонный курсъ является чисто разсчетнымъ курсомъ, по которому не совершаются новыя сдѣлки (исключая пролонгаціи, см. выше).

Берлинская биржа. Биржевое правленіе за нѣсколько недѣль предъ окончаніемъ каждаго года устанавливаетъ дни каждаго мѣсяца, въ которые должно происходить урегулированіе срочныхъ сдѣлокъ; обычно *третій отъ конца* будничный день является *днемъ заявленія рѣшеній относительно премій* (Prämienerklärungstag), *предпослѣдній*—днемъ опредѣленія *ликвидаціонныхъ курсовъ* (и врученія счетовъ ликвидаціонному союзу), *послѣдній* будничный день—днемъ *поставки бумагъ* и *платежа по нимъ*.

Центральнымъ разсчетнымъ учрежденіемъ для ликвидаціи въ день ultimo является на берлинской биржѣ руководимый кассовымъ ферейномъ „ликвидаціонный ферейнъ для срочныхъ сдѣлокъ на берлинской фондовой биржѣ“, учрежденный въ 1865 году, во Франкфуртѣ-на-Майнѣ и въ Мюнхенѣ—„коллекціонная контора“, въ Гамбургѣ—„бюро для ликвидаціи цѣнныхъ бумагъ“, въ Бреславлѣ—„ферейнъ для сальдированія“. Къ этимъ организаціямъ принадлежатъ всѣ, принимающія болѣе или менѣе значительное участіе въ торговлѣ на ultimo, фирмы данной мѣстности. Нелишнимъ поэтому является здѣсь краткое описаніе берлинскаго ликвидаціоннаго союза.

Вступительный взносъ составляетъ 75 марокъ, ежегодный членскій взносъ (который устанавливается комитетомъ, соотвѣтственно оборотамъ каждаго члена) колеблется между 60 и 3.000 марокъ. Каждый членъ получаетъ до 25 числа каждаго мѣсяца для каждой сконтрируемой въ ликвидаціонномъ ферейнѣ бумаги (въ 1912 году—52 вида бумагъ) Skontrobogen, т. е. разсчетный листъ, на которомъ написаны имена всѣхъ (316) членовъ ферейна и двѣ колонки: налѣво отъ имени—„отъ кого“,

вправо—„кому“. Въ колонки должны быть записаны суммы всѣхъ обращавшихся по ultimo—сдѣлкамъ данного мѣсяца бумагъ въ размѣрахъ, кратныхъ 15.000 (или 10.000). Въ концѣ разсчетнаго листа выводится сальдо соотвѣтствующей бумаги, т. е. устанавливается, должна ли фирма въ заключительномъ итогѣ поставить или получить бумаги. Въ заглавіи листа отмѣчается фирма, а внизу печатное названіе бумаги. Разсчетный листъ, внимательно и ясно составленный, долженъ быть за 2 биржевыхъ дня до ultimo до 8 часовъ вечера (т. е. въ день установленія ликвидаціоннаго курса) переданъ ферейну. За запозданіе или совершенную неподачу листовъ просрочившій членъ подвергается денежному штрафу до 300 марокъ; но разсчетныхъ листовъ по тѣмъ бумагамъ, по которымъ членъ въ данный мѣсяцъ свершенно не заключалъ сдѣлокъ, не требуется подавать.

Ночью же производится *провѣрка* листовъ; при правильномъ вписываніи каждой суммы членами ферейна всѣ сальдо въ конечномъ итогѣ должны уравняться. Всякая ошибка вызываетъ чрезвычайно трудную счетную работу; въ то же время подсчетъ долженъ быть произведенъ очень быстро. Вслѣдствіе этого, каждая ошибка, всякая неточность, всякая неясность штрафуется 6 марками. На слѣдующее утро союзъ сообщаетъ тѣмъ фирмамъ, которыя по сальдо имѣютъ получить бумаги даннаго рода, названія фирмъ, которыя обязаны поставить эти бумаги. Такимъ образомъ, Deutsche Bank, скажемъ, получаетъ увѣдомленіе, что онъ долженъ поставить на 30.000 марокъ акцій A. E. G.[1]) германскому Nationalbank, хотя бы онъ съ нимъ и не совершалъ ни одной сдѣлки на эти акціи. Національный банкъ присоединяетъ къ своему разсчетному листу записку (*Lieferungsbeleg*): „поставить для Національнаго банка акцій A. E. G. на 45.000 марокъ“. Эта записка на поставку препровождается въ Deutsche Bank, который пересылаетъ ее вмѣстѣ съ соотвѣтственными цѣнностями Національному банку; отсюда Національный банкъ заключаетъ, что цѣнности поступили въ уплату по сальдо его разсчетнаго листа. Иногда, по требованію обстоятельствъ, ликвидаціонное бюро *раздробляетъ* обязательство поставки, если, напр., въ указанномъ случаѣ ни одинъ банкъ не долженъ поставить бумагъ на 45.000 марокъ, но Deutsche Bank долженъ поставить на 30.000 марокъ, Dresdner Bank на 15.000 марокъ; тогда ликвидаціонное бюро само изготовляетъ соотвѣтственный разсчетъ.

[1]) Всеобщая компанія электричества.

Поставка и пріемъ нѣкоторыхъ видовъ бумагъ совершается непосредственно черезъ ферейнъ.

Самая поставка происходитъ въ биржевой ultimo по ликвидаціонному курсу; платежъ договорными сторонами разности (конечно, не непосредственный, а путемъ разсчетовъ по счетамъ жиро) совершается въ слѣдующій биржевой день. Бумаги также не передаются обыкновенно съ рукъ на руки, какъ описано въ вышеприведенномъ примѣрѣ, но это совершается посредствомъ обязательнаго *депо жировыхъ бумагъ*, которое каждый членъ можетъ имѣть при кассовомъ ферейнѣ для главнѣйшихъ обращающихся бумагъ. Поэтому, если А купилъ у Х на 30.000 марокъ 3% имперскаго займа по 85% и продалъ У на 60.000 марокъ по 85%, а ликвидаціонный курсъ для 3% имперскаго займа установленъ въ 85,50%, тогда А въ ultimo даннаго мѣсяца передаетъ слѣдуемыя къ поставкѣ въ качествѣ сальдо 3% бумаги имперскаго займа на 30.000 марокъ фирмѣ, указанной ферейномъ, напр., Z, получивъ отъ нея $\frac{30.000 \times 85{,}5 \text{ мар.}}{100}$ (плюсъ долев. проценты). Х также ликвидируетъ по этой покупной цѣнѣ, т. е. долженъ уплатить А $1/_2$% съ 30.000 марокъ, причемъ А поручаетъ кассовому ферейну произвести по нимъ инкассо или списаніе со счета. Съ другой стороны, оказывается, что У при одинаковой ликвидаціи также не доплатилъ $1/_2$%; тогда А дѣлаетъ относительно У подобное же порученіе ферейну путемъ передачи ему счета разности (Differenznote). Уплатой или же списаніемъ со счета по счетамъ разности (въ разсчетной палатѣ, существующей въ Берлинѣ при Имперскомъ Банкѣ) и заканчивается ликвидація ultimo.

Внѣгерманскія биржи.

1. *Лондонская биржа.* Ликвидація (*settlement*) продолжается 5 дней. Въ первый день—заявленіе рѣшеній относительно премій для горнопромышленныхъ цѣнностей, во второй день—пролонгація этихъ цѣнностей и объявленіе премій для всѣхъ прочихъ цѣнностей; на третій день—пролонгація прочихъ цѣнностей. Четвертый день называется „*ticket-day*“: въ этотъ день тѣ лица, которыя по сальдо должны поставить или принять бумаги, передаютъ отпечатанные формуляры своимъ непосредственнымъ предшественникамъ, а послѣдніе—снабдивъ ихъ своимъ именемъ,—въ свою очередь, передаютъ ихъ своимъ предшественникамъ до тѣхъ поръ, пока формуляры не попадутъ въ руки дѣйствитель-

наго поставщика. Въ этотъ же ticket-day устанавливается и ликвидаціонный курсъ. На пятый день (settling day, pay day) посылаются бумаги или же увѣдомленія о произведенныхъ списаніяхъ счетовъ по ликвидаціонному курсу, а также ликвидируются разницы.

Берлинскому ликвидаціонному союзу соотвѣтствуетъ *Stock Exchange Clearing House*. Ликвидація по англійскимъ государственнымъ бумагамъ и индійскимъ цѣнностямъ совершается только одинъ разъ въ мѣсяцъ (Consols settlement), а по прочимъ цѣнностямъ дважды.

2. *Парижская биржа*. Ликвидація въ „паркетѣ“ бываетъ й на medio, и на ultimo, а въ „кулиссѣ“ (неоффиціальной торговлѣ) только на ultimo и притомъ по ликвидаціоннымъ курсамъ (Course de compensation). 14-го числа или въ предпослѣдній день мѣсяца происходятъ объявленія о преміи (Réponse des primes), 15-го или въ послѣдній день—ликвидація, 16-го или 1 и 2-го—провѣрка (pointage des écritures), 17-го или 3-го—поставка и платежъ должниками маклерамъ (agent de change), 18 или 4-го—платежъ этими послѣдними кредиторамъ, наконецъ, 19-го или 5-го—поставка бумагъ кредиторамъ чрезъ маклеровъ.

3. *Вѣнская биржа*. Большинство сдѣлокъ, если не сдѣлано особой оговорки, считаются заключенными per Arrangement. Бумаги по этимъ сдѣлкамъ (т. е. всѣ главнѣйшія государственныя бумаги и всѣ акціи) очень рѣдко обращаются непосредственно Ликвидація сдѣлокъ per Arrangement совершается чрезъ *Arrangementbureau*, учрежденное при вѣнскомъ Giro—und Kassenverein; къ нему обязаны примкнуть й передавать свои сдѣлки всѣ посѣтители биржи, производящіе такія сдѣлки.

Ликвидація сдѣлокъ per Arrangement происходитъ однажды въ недѣлю, исключеніе существуетъ для *турецкихъ выигрышныхъ займовъ* (per medio) и для нѣкоторыхъ другихъ биржевыхъ цѣнностей (per ultimo). Передача разсчетныхъ листовъ совершается до 5 часовъ пополудни; при подачѣ отъ 5 до $5^1/_2$ часовъ дня каждый листъ штрафуется 10 кронами, послѣ $5^1/_2$ часовъ пріемъ совершенно прекращается. На разсчетномъ листѣ относительно каждой сдѣлки долженъ быть указанъ курсъ, по которому она была заключена, причемъ разрѣшается показывать только такой курсъ, который можетъ быть раздѣленъ на 4 доли; могущій быть остатокъ контрагенты должны сами урегулировать (подобно тому, какъ въ Берлинѣ—относительно разности). Если показанные обѣими сторонами курсы не совпадаютъ и ими

не будетъ внесено поправокъ, Arrangementbureau до извѣстныхъ размѣровъ разницы (по обыкновенію на 1 крону) принимаетъ низшій курсъ, при превышеніи этой разницы—ликвидаціонный курсъ. Поставка совершается черезъ посредство Arrangement—bureau, которое принимаетъ на себя инкассо и платежъ разницы по ликвидаціонному курсу. Просрочившимъ ликвидаціонный курсъ поставщикамъ или принимателямъ угрожаетъ экзекуціонная продажа, соотвѣтствующая берлинскому принудительному урегулированію).

VI. Правовыя основы биржевыхъ срочныхъ сдѣлокъ.

Германскій законъ отказался отъ точнаго опредѣленія понятія биржевой срочной торговли, чтобы не стѣснять этимъ судебную практику.

Признаки понятія биржевой торговли на срокъ слѣдующіе:

1) Заявленіе сдѣлки на извѣстный срокъ.

2) Заключеніе ея, какъ фиксированной сдѣлки, т. е. точное указаніе времени поставки; обычно допускаемыя незначительныя отклоненія—краткая отсрочка или такое же досрочное выполненіе не противорѣчатъ этому признаку.

3) Биржевой характеръ заключенія сдѣлки, т. е. устраненіе индивидуальнаго ея характера,—„типическія“ условія договора.

Необходима зависимость данной сдѣлки отъ биржи *по существу*, а не въ томъ смыслѣ, чтобы сдѣлка заключена была именно въ помѣщеніи биржи. Иными словами, заключенная, напр., въ банкирской конторѣ сдѣлка также можетъ быть биржевой сдѣлкой на срокъ.

Биржевой характеръ заключенія сдѣлки обусловливаетъ *зависимость цѣны ея отъ оффиціальной биржевой цѣны*. Эта зависимость не должна быть, однако, въ каждомъ случаѣ доказана. Несущественнымъ является то обстоятельство, заключается ли сдѣлка съ цѣлью спекуляціи, или нѣтъ. Сдѣлка съ намѣреніемъ дѣйствительнаго выполненія, разъ она заключена въ формѣ биржевой срочной сдѣлки, подлежитъ тѣмъ же правовымъ постановленіямъ и только послѣ выполненія становится законченной юридической сдѣлкой, съ распространеніемъ послѣдствій этого на всѣ предшествующія дѣйствія контрагентовъ.

Дѣленіе биржевыхъ срочныхъ сдѣлокъ. Биржевыя сдѣлки по своему юридическому дѣйствію раздѣляются на:

A) Дозволенныя и, въ частности, a) оффиціальныя (съ допущенными товарами и цѣнными бумагами), b) неоффиціальныя.

B) Запрещенныя биржевыя срочныя сдѣлки: a) подлежащія выполненію (съ цѣнными бумагами и товарами за исключеніемъ хлѣбнаго зерна), b) наказуемыя (съ хлѣбомъ и продуктами хлѣбнаго мукомолья) [1]).

A. Дозволенныя биржевыя сдѣлки на срокъ.

1. *Допущеніе къ биржевой срочной торговлѣ.* Что касается *оффиціальныхъ биржевыхъ срочныхъ сдѣлокъ*, то подъ таковыми разумѣются биржевыя сдѣлки на срокъ съ такими товарами и цѣнными бумагами, которыя допущены къ биржевой срочной торговлѣ правленіемъ биржи, посколько онѣ заключаются съ соблюденіемъ установленныхъ правилъ (въ отношеніи количества, качества, срока доставки и т. д.).

Для сдѣлокъ съ *товарами*, не исключенными безусловно изъ срочной торговли, необходимо предварительно запрашивать представителей заинтересованныхъ отраслей промышленности, мнѣніе которыхъ сообщается имперскому канцлеру, и приходится ждать его заключенія. Для допущенія цѣнныхъ бумагъ къ биржевой срочной торговлѣ необходимо, чтобы онѣ прежде всего вообще были допущены къ биржевой торговлѣ; общая сумма допущенныхъ акцій предпріятія должна составлять не менѣе 20 милліоновъ марокъ; паи какого-либо германскаго коммерческаго товарищества могутъ быть допущены только съ его согласія. Допущеніе къ биржевой торговлѣ на срокъ можетъ быть произведено и безъ ходатайства оффиціальнымъ путемъ, коль скоро это является необходимымъ, напр., для того, чтобы смягчить крупныя колебанія курса въ кассовомъ оборотѣ.

Запрещены срочныя сдѣлки, посколько предметомъ ихъ являются товары или цѣнныя бумаги, не получившія спеціальнаго разрѣшенія обращаться на срокъ, а именно:

a) паи горныхъ и фабричныхъ предпріятій—безъ разрѣшенія Союзнаго Совѣта;

b) товары или цѣнныя бумаги, относительно которыхъ срочная биржевая торговля Союзнымъ Совѣтомъ запрещена безусловно или поставлена въ зависимость отъ еще невыполненныхъ условій.

Разрѣшеніе срочныхъ сдѣлокъ съ даннымъ товаромъ или бумагой можетъ быть во всякое время взято правленіемъ биржи обратно; это должно быть сдѣлано имъ по требованію правитель-

[1]) Какъ извѣстно, германскимъ биржевымъ закономъ 1896 г. срочныя сдѣлки съ хлѣбомъ были запрещены. *Прим. ред.*

ства союзнаго государства (Landesregierung), или когда исчезаютъ законныя условія возможности срочныхъ сдѣлокъ, именно — при уменьшеніи общей суммы акцій предпріятія ниже 20 милліоновъ марокъ или по требованію того отечественнаго промышленнаго акціонернаго общества, паи котораго были допущены къ срочнымъ сдѣлкамъ. Разрѣшеніе прекращается само собой при исключеніи данной бумаги изъ биржевой торговли вообще.

Что касается *неоффиціальныхъ биржевыхъ срочныхъ сдѣлокъ*, то подъ ними разумѣются такія, которыя совершаются или съ недопущенными цѣнностями или же съ несоблюденіемъ предписанныхъ условій (сдѣлки на medio, сдѣлки согласно лондонскимъ обычаямъ). Экономическія послѣдствія: недопущеніе пользованія биржевыми учрежденіями посредничествомъ курсовыхъ маклеровъ, невключеніе въ оффиціальныя котировки. Публикація или распространеніе курсовыхъ бюллетеней неоффиціальныхъ сдѣлокъ наказуемо. Юридическія послѣдствія: неограниченная допустимость возраженій о томъ, что сдѣлка является игрой на разницу.

2. *Дѣйствительность биржевыхъ сдѣлокъ на срокъ.* Германскій биржевый законъ 1896 г. требовалъ внесенія такихъ сдѣлокъ въ биржевой реестръ, какъ необходимаго условія для приданія заключаемымъ биржевымъ сдѣлкамъ на срокъ полной силы. Но послѣдствія его оказались крайне нежелательными; въ 1907 году во всей Германіи было внесено въ срочный реестръ сдѣлокъ съ цѣнными бумагами только 201, съ товарами всего 208, изъ нихъ 73 было зарегистрировано въ Берлинѣ, а во Франкфуртѣ 8. Вслѣдствіе этого, каждый контрагентъ долженъ былъ быть готовъ къ тому, что его противникъ сдѣлаетъ возраженіе объ игрѣ на разницу; такимъ образомъ существовала всеобщая правовая неувѣренность. Поэтому биржевый законъ 1908 года отмѣнилъ биржевой реестръ. Законъ различаетъ (§ 53 и далѣе):

a) *Биржевыя сдѣлки на срокъ, имѣющія полную силу.* Таковыми считаются сдѣлки, въ которыхъ оба контрагента являются лицами, способными къ заключенію биржевыхъ срочныхъ сдѣлокъ.

Биржевыя сдѣлки на срокъ, заключенныя между лицами, способными къ совершенію таковыхъ, имѣютъ полную силу, пользуются судебной защитой; форма возможнаго обезпеченія не предписана; возраженіе о сдѣлкѣ на разницу допустимо также и между лицами, способными къ заключенію биржевыхъ сдѣлокъ на срокъ при неоффиціальныхъ срочныхъ сдѣлкахъ.

b) *Биржевыя срочныя сдѣлки, не имѣющія полной силы.* Сдѣлки на срокъ, заключенныя между лицами, неспособными къ совер-

шенію ихъ, уже вслѣдствіе одного этого, не имѣютъ полной силы. Все-таки биржевая сдѣлка на срокъ можетъ получить полную силу въ томъ случаѣ, если одинъ изъ контрагентовъ является способнымъ къ заключенію сдѣлокъ на срокъ, а другая сторона представитъ залогъ; *дозволенныя* срочныя сдѣлки, заключенныя между лицами, не способными къ совершенію ихъ, также пріобрѣтаютъ извѣстную силу:

А. *Чрезъ предоставленіе обезпеченія.* На одной сторонѣ долженъ быть способный къ совершенію сдѣлки на срокъ, на другой—недѣеспособный контрагентъ; послѣдній долженъ представить первому обезпеченіе выполненія сдѣлки, при чемъ это обезпеченіе, съ одной стороны, должно состоять изъ денегъ или обращающихся на биржѣ цѣнныхъ бумагъ, съ другой стороны, изъ спеціальнаго письменнаго документа, въ которомъ должно быть ясно сказано, что обезпеченіе служитъ для покрытія потерь отъ биржевой срочной сдѣлки; бумаги должны быть обозначены въ письменномъ документѣ по роду и количеству, или номинальной цѣнности. Биржевая сдѣлка на срокъ является для способнаго къ заключенію ея вполнѣ обязательной,—для его контрагента—только въ размѣрѣ внесеннаго залога.

В. Кромѣ случая внесенія обезпеченія, также и *всѣ дозволенныя биржевыя сдѣлки между лицами, неспособными къ совершенію срочныхъ сдѣлокъ*, дѣйствительны въ извѣстныхъ отношеніяхъ. Именно: а) уплаченное на основаніи сдѣлки не можетъ быть потребовано обратно на томъ основаніи, что сдѣлка не породила обязательства; дѣйствительное выполненіе срочной сдѣлки одной стороной при наличности предыдущаго согласія противника сообщаетъ полную силу всѣмъ предыдущимъ актамъ сторонъ. При этомъ лишь сдача и пріемъ во исполненіе сдѣлки считаются дѣйствительнымъ выполненіемъ ея; заключеніе новаго обязательства (вексель, признаніе долга) есть лишь datio in solutionem.

Въ принципѣ, требованія по срочнымъ биржевымъ сдѣлкамъ, не имѣющимъ полной силы, не могутъ быть использованы для взаимныхъ зачетовъ, такъ какъ послѣдніе предполагаютъ *исковыя* требованія. Биржевой законъ допускаетъ отсюда одно исключеніе: взаимныя требованія по биржевымъ срочнымъ сдѣлкамъ допускаются для зачетовъ и въ томъ случаѣ, если эти сдѣлки для участника не обусловливаютъ обязательства. Это имѣетъ значеніе лишь для зачета по желанію одной стороны. Зачетъ по взаимному соглашенію всегда допустимъ, такъ какъ онъ пред-

ставляется выполненіемъ сдѣлки. Она производится обыкновенно чрезъ выводъ сальдо и признаніе его въ контокоррентѣ. Но все это относится только къ требованіямъ по дозволеннымъ биржевымъ срочнымъ сдѣлкамъ. Для требованій по запрещеннымъ биржевымъ срочнымъ сдѣлкамъ соглашеніе о вычетѣ и выводъ сальдо юридически ничтожны.

c) *Возраженіе о томъ, что срочная сдѣлка является игрой на разницу.* Игрою называется заключенный *съ намѣреніемъ наживы* договоръ, по которому одна сторона даетъ другой обѣщаніе платежа, если наступитъ извѣстный, зависящій отъ случая, результатъ. § 762 Германскаго гражданскаго уложенія не признаетъ за сдѣлкой, имѣющей характеръ игры, права судебной защиты, но не допускаетъ обратнаго требованія уплаченнаго по такой сдѣлкѣ. § 764 гражданскаго уложенія признаетъ игрою также и *сдѣлку на разницу* (Differenzgeschäft), т. е. договоръ, при которомъ намѣреніе, по крайней мѣрѣ, одной стороны направлено къ тому, чтобы обусловленная поставка товаровъ или цѣнныхъ бумагъ не выполнялась, а выплачивалась разница между цѣной обусловленной и биржевой въ моментъ поставки.

Такія сдѣлки, какъ указывалось выше, не совершаются на биржѣ. Но имперскій кассаціонный судъ, а съ нимъ и практика, усматриваетъ предпосылки § 764 Гражд. уложенія и вытекающую отсюда допустимость возраженія объ игрѣ на разницу уже тогда, когда обѣ стороны или одна изъ сторонъ съ вѣдома противной разсчитываетъ своевременно компенсировать сдѣлку встрѣчной сдѣлкой, такъ что фактически произойдетъ только уплата разницы; это намѣреніе стороны обнаруживается изъ ея общественнаго положенія, изъ несоотвѣтствія суммамъ сдѣлки незначительнаго имущества данной стороны и т. д. Вслѣдствіе этой практики, возникла большая юридическая необезпеченность, такъ какъ всѣ невнесенные въ биржевой реестръ, т. е. фактически подавляющее большинство всѣхъ покупателей и продавцовъ—могли заявлять возраженія объ игрѣ на разницу.

Это положеніе вещей измѣнилось съ введеніемъ новаго биржевого закона. § 58 Германскаго биржевого закона 1908 г. постановляетъ, что противъ исковъ по оффиціальнымъ сдѣлкамъ на срокъ не могутъ быть сдѣланы возраженія объ игрѣ на разницу тѣми лицами, для которыхъ сдѣлка является обязательной, благодаря пріобрѣтенію ими правоспособности къ совершенію срочныхъ сдѣлокъ, внесенію одною изъ сторонъ обезпеченія или совершившемуся выполненію сдѣлки; поскольку же допусти-

мость возраженія объ игрѣ на разницу остается, отвѣтчикъ сохраняетъ право на залогъ его контрагента, а сдѣлки допускаются къ зачету. Что же касается до неоффіціальныхъ срочныхъ сдѣлокъ, то противъ нихъ,—при наличности указанныхъ выше условій,—возраженіе объ игрѣ на разницу какъ со стороны лицъ, стоящихъ внѣ биржи, такъ и лицъ, имѣющихъ право совершать срочныя сдѣлки, всегда допускается.

d) Только что изложенныя постановленія о юридической силѣ биржевыхъ срочныхъ сдѣлокъ имѣютъ, согласно § 59 биржевого закона 1908 г., значеніе также и для соглашенія, по которому одна сторона, въ цѣляхъ погашенія долга по незапрещенной биржевой сдѣлкѣ, вступаетъ въ обязательство по отношенію къ другой сторонѣ, въ особенности въ смыслѣ признанія долга.

Лишь посколько новая биржевая сдѣлка была бы дѣйствительна, постолько дѣйствительно и принятое обязательство выполненія старой; не пользующаяся судебной защитой биржевая срочная сдѣлка не пріобрѣтетъ, слѣд., права на судебную защиту черезъ то, что должникъ акцептируетъ векселъ или выдастъ чекъ, или подвергнетъ себя полагающейся по договору неустойкѣ; залогъ, который не удовлетворяетъ требованіямъ § 54 биржевого закона (см. выше пунктъ в), является, слѣд., также недѣйствительнымъ.

Однако, остаются дѣйствительными: 1) *соглашенія съ третьими лицами*, посколько они представляютъ не только акцессорное (поручительство), но и самостоятельное обязательство (вексель), а также 2) сдѣлки, которыя сами по себѣ представляютъ исполненіе обязательства.

Слѣдствія: 1) Обѣщаніе исполненія является дѣйствительнымъ, если при дачѣ его или при заключеніи биржевой срочной сдѣлки обѣ стороны были способны къ совершенію биржевыхъ сдѣлокъ на сроки; хотя бы онѣ не были таковыми въ *оба* эти момента. 2) Внесеніе обезпеченія, которое должно подкрѣпить обѣщаніе исполненія, должна совершаться въ строго изложенной формѣ (см. пунктъ b.). 3) Недѣйствительное само по себѣ обѣщаніе выполненія можетъ стать дѣйствительнымъ чрезъ выполненіе или чрезъ односторонній зачетъ по отношенію къ лицу, давшему такое обѣщаніе по биржевой срочной сдѣлкѣ. 4) Разъ обѣщаніе стало дѣйствительнымъ—оно уже не подлежитъ возраженію объ игрѣ на разницу не только при оффиціальныхъ биржевыхъ срочныхъ сдѣлкахъ, но также и при неоффиціальныхъ.

e) *Вспомогательные договоры.* Предписанія относительно дѣйствительности биржевыхъ срочныхъ сдѣлокъ находятъ также примѣненіе: 1) при дачѣ или принятіи порученія на совершеніе биржевой срочной сдѣлки (полная юридическая дѣйствительность сдѣлки, если обѣ стороны способны къ совершенію биржевыхъ срочныхъ сдѣлокъ, въ иныхъ случаяхъ условная дѣйствительность чрезъ представленіе обезпеченія, при выполненіи, производствѣ зачетовъ, обѣщаній выполненія; возраженія объ игрѣ на разницу при оффиціальныхъ биржевыхъ сдѣлкахъ на срокъ не допускаются). 2) къ объединеніямъ лицъ въ цѣляхъ совершенія биржевыхъ сдѣлокъ на срокъ.

f) *Сдѣлки съ заграницей* гражданско-правового и торгово-правового характера въ принципѣ подчиняются въ отношеніи предпосылокъ законамъ мѣста заключенія сдѣлки, въ отношеніи ихъ юридическаго дѣйствія—законамъ мѣста выполненія сдѣлки. *Отклоненіемъ* отсюда является то, что для германскихъ судей и предпосылки, и юридическое дѣйствіе иностранныхъ, т. е. заключенныхъ или подлежащихъ выполненію заграницей, биржевыхъ сдѣлокъ на срокъ подчиняются только что изложеннымъ предписаніямъ относительно германскихъ биржевыхъ срочныхъ сдѣлокъ.

B. Недозволенныя биржевыя сдѣлки на срокъ.

1. *Цѣнныя бумаги и товары, кромѣ зернового хлѣба.* Биржевыя сдѣлки на срокъ съ паями горнозаводскихъ и фабричныхъ предпріятій допускаются только съ разрѣшенія Союзнаго Совѣта. Биржевыя срочныя сдѣлки съ цѣнными бумагами и товарами, которые сами по себѣ допущены, могутъ быть запрещены Союзнымъ Совѣтомъ, или же допущеніе ихъ можетъ быть поставлено въ зависимость отъ извѣстныхъ условій.

Биржевая сдѣлка на срокъ, заключенная вопреки этимъ постановленіямъ, не создаетъ обязательства. Хотя бы эта сдѣлка была заключена между лицами, способными къ совершенію срочныхъ сдѣлокъ, она не пользуется судебной защитой, не становится обязательной чрезъ выполненіе ея или представленіе обезпеченія. Но уплаченное на основаніи сдѣлки не можетъ быть обратно потребовано на томъ основаніи, что обязательства не существовало (§ 64 биржевого закона).

2. *Зерновой хлѣбъ и продукты хлѣбнаго мукомолья.* Биржевыя сдѣлки *на срокъ* съ хлѣбомъ и продуктами хлѣбнаго мукомолья запрещены совершенно (§ 65). Что касается ихъ юри-

дической силы, то эти биржевыя срочныя сдѣлки юридически не подлежатъ выполненію; уплаченное можетъ быть потребовано обратно въ теченіе двухъ лѣтъ (а если въ это время было сдѣлано письменное заявленіе, то право обратнаго требованія сохраняется въ теченіе обычного 30-лѣтняго срока давности).

Эти постановленія не касаются сдѣлокъ съ заграницей, а равнымъ образомъ биржевой срочной торговли предметами, которые не являются продуктами хлѣбнаго мукомолья, какъ, напр., сурѣпное масло.

Сдѣлки торговой поставки. Хлѣбная торговля не можетъ обходиться безъ срочныхъ сдѣлокъ; основная причина этого лежитъ въ томъ, что производство хлѣбовъ пріурочено обыкновенно къ короткому промежутку времени, потребленіе же совершается въ теченіе всего года. Поэтому законныя сдѣлки торговой поставки съ дѣйствительнымъ товаромъ не могутъ быть прекращены. Однако, торговля должна совершаться съ устраненіемъ характера биржевыхъ срочныхъ сдѣлокъ. Поэтому законъ дозволяетъ только торговлю съ соблюденіемъ условій, одобренныхъ Союзнымъ Совѣтомъ. Такія условія установлены на биржахъ въ Берлинѣ, Маннгеймѣ и Данцигѣ; основные пункты: недопущеніе твердыхъ сдѣлокъ, но обязательное предоставленіе отсрочки; сдача и пріемъ также и въ томъ случаѣ, если товаръ окажется меньшей или же большей цѣнности, чѣмъ было обусловлено, каковая разница подлежитъ возмѣщенію. Во вторыхъ, торговля дозволяется только производителямъ или лицамъ, перерабатывающимъ товаръ даннаго рода, или профессіональнымъ закупщикамъ и продавцамъ, или лицамъ, выдающимъ ссуды подъ залогъ данныхъ товаровъ.

Эти сдѣлки подчиняются торговому, а не биржевому праву. Слѣдовательно, для совершенія ихъ не требуется допущенія къ биржевой торговлѣ.

Но если онѣ совершаются въ видѣ сдѣлокъ на разницу, то къ нимъ примѣняются правила о запрещеніи срочныхъ сдѣлокъ съ хлѣбомъ, хотя бы онѣ и были заключены между производителями съ соблюденіемъ условій, одобренныхъ Союзнымъ Совѣтомъ (§ 68, I биржевого закона). Это опять таки не касается сдѣлокъ съ заграницей.

Совершеніе запрещенныхъ срочныхъ сдѣлокъ карается уголовными наказаніями и дисциплинарными взысканіями до 10.000 мар.

Кромѣ того, при наличности недобросовѣстнаго образа дѣйствій биржевой судъ чести можетъ присуждать къ выговору, а также къ исключенію изъ биржи.

Германское биржевое уголовное право.

1. Воздѣйствіе на курсъ.

a. Кто съ мошенническимъ намѣреніемъ средствами, разсчитанными на обманъ, стремится повліять на курсъ, тотъ подлежитъ наказанію тюрьмой до 5 лѣтъ и, вмѣстѣ съ тѣмъ, денежному штрафу до 15.000 мар., а также лишенію гражданской чести (Ehreverlust);при наличности смягчающихъ обстоятельствъ—исключительно денежному штрафу; одинаковому наказанію подлежитъ издатель завѣдомо неправильныхъ проспектовъ, если онъ дѣйствовалъ съ цѣлью обмана.

b. Кто, въ цѣляхъ вліянія на курсъ, доставляетъ свѣдѣнія въ прессу и за это выговариваетъ себѣ вознагражденіе, стоящее въ крайнемъ несоотвѣтствіи съ оказываемой услугой, подлежитъ наказанію тюрьмой до 1 года, а денежному наказанію подлежитъ тотъ, кто дѣйствуетъ несоотвѣтствующимъ образомъ въ цѣляхъ непоявленія свѣдѣній въ прессѣ.

c. Кто съ намѣреніемъ наживы, въ цѣляхъ вліянія на курсъ, совершаетъ запрещенную срочную сдѣлку съ хлѣбомъ, наказывается тюрьмой и денежнымъ штрафомъ до 10.000 мар.

2. Кто въ видѣ профессіи совершаетъ срочныя сдѣлки съ хлѣбомъ и за это уже два раза подвергался дисциплинарнымъ штрафамъ, наказывается тюрьмой или уголовнымъ денежнымъ штрафомъ до 10.000 марокъ.

3. Вовлеченіе съ цѣлью наживы неопытныхъ и легкомысленныхъ людей въ биржевыя спекулятивныя сдѣлки съ товарами, которые не являются предметомъ ихъ профессіональной дѣятельности, наказывается тюрьмой и денежнымъ штрафомъ до 15.000 мар., а также лишеніемъ гражданской чести.

4. Кто, въ качествѣ комиссіонера, дѣйствуетъ сознательно во вредъ коммитенту (при выполненіи порученія или при подачѣ совѣта), наказывается тюрьмой и, кромѣ того, денежнымъ штрафомъ до 3.000 мар. и лишеніемъ гражданской чести.

Литература: См. указанныя подъ предыдущими статьями сочиненія *Wermert'a, Stillich'a, Buchére, Courtois, Emery* и др.

Экономическое значеніе срочныхъ биржевыхъ сдѣлокъ.

Статья **Р. К.**

Срочными биржевыми сдѣлками, въ отличіе отъ сдѣлокъ на наличныя (т. наз. кассовыхъ), при которыхъ пріемъ и сдача фондовъ и акцій и разсчетъ по нимъ производится непосредственно за совершеніемъ операціи покупки и продажи, называются такія сдѣлки, при которыхъ исполненіе операціи (т. наз. регулированіе или ликвидація) производится въ срокъ болѣе или менѣе отдаленный, причемъ послѣдній, равно какъ и рядъ другихъ условій, касающихся выполненія операціи, по большей части, бываетъ опредѣленъ заранѣе твердо установленными правилами.

Срочныя сдѣлки являются логическимъ слѣдствіемъ развитія биржевыхъ оборотовъ, будучи естественнымъ и могучимъ факторомъ облегченія разсчетовъ по операціямъ съ товарами однородными и много обращающимися.

Впервые срочныя сдѣлки появляются на амстердамской биржѣ въ XVII вѣкѣ, и съ тѣхъ поръ нельзя отмѣтить какого-либо существеннаго измѣненія въ ихъ организаціи и дѣйствіи. Возникнувъ изъ естественной потребности извѣстнаго упрощенія и облегченія биржевого оборота, срочныя сдѣлки и понынѣ являются естественнымъ и полезнымъ элементомъ денежнаго и товарнаго обращенія, и, придавъ послѣднему уже съ своей стороны нѣкоторыя собственныя черты, оказываютъ вліяніе на совокупность народно-хозяйственныхъ отношеній и міровое образованіе капиталовъ.

И понынѣ существуютъ крупнѣйшія (напр. нью-іоркская) и сранительно большія (петроградская и друг.) биржи, на которыхъ нѣтъ срочныхъ сдѣлокъ. Фактически же срочныя сдѣлки

товарнаго и денежнаго рынка происходятъ нынѣ на всемъ земномъ шарѣ, и отсутствіе ихъ въ оффиціальномъ оборотѣ нѣкорыхъ биржъ есть только отсутствіе формы, а не существа.

Какъ мы уже сказали, срочныя сдѣлки возникаютъ тамъ, гдѣ большое количество оборотовъ съ однородными товарами (какими, по существу, являются всегда всякія биржевыя цѣнности) вызываетъ постоянную большую работу по пріему и сдачѣ бумагъ и по денежнымъ по нимъ разсчетамъ; вторымъ обстоятельствомъ, способствующимъ ихъ возникновенію, является переходъ къ болѣе развитымъ формамъ торговли, въ особенности съ заморскими странами (какъ, напр., въ Голландіи въ XVII вѣкѣ), при которыхъ товары не могутъ быть доставляемы ранѣе нѣсколькихъ мѣсяцевъ или недѣль. Развивающіеся параллельно товарные рынки и рынки денежныхъ капиталовъ создаютъ особенно благопріятную почву для все бо́льшаго роста ихъ наиболѣе совершенныхъ аппаратовъ—биржъ, а послѣднія въ своемъ развитіи болѣе или менѣе быстро создаютъ болѣе совершенныя формы торговли обращающимися на нихъ товарами.

На этой почвѣ развивается спеціально биржевая спекуляція, но намъ кажется, что всякія попытки опредѣлить, какая доля биржевыхъ сдѣлокъ должна быть отнесена на чистую спекуляцію, т. е. на такую, которая заинтересована въ полученіи „разницы“, и какая на дѣйствительныя покупки, основанныя на знаніи конъюнктуры, на ближайшія надобности капиталиста (сильно сомнѣваемся въ существованіи вообще такихъ надобностей, т. е. потребности въ пріобрѣтеніи процентной бумаги,—какъ возникаетъ, напр., потребность въ хлѣбѣ и водѣ,—капиталистическое хозяйство отличается именно болѣе или менѣе планомѣрнымъ возникновеніемъ и удовлетвореніемъ всѣхъ потребностей, и капиталистъ всегда имѣетъ возможность подождать хотябы нѣсколько дней со своими операціями) и т. д.,—всякія такого рода попытки заранѣе обречены на неудачу, такъ какъ противорѣчатъ основной тенденціи капитализма, т. е. тенденціи къ расширенію рынка.

Интересна исторія срочныхъ сдѣлокъ въ Германіи за послѣднія 25 лѣтъ. На почвѣ антагонизма между мірами аграрнымъ и торгово-промышленнымъ въ концѣ прошлаго вѣка въ Германіи возникло движеніе противъ биржи, указывавшее на то, что, благодаря биржевой спекуляціи, въ особенности на рынкѣ срочныхъ сдѣлокъ, происходитъ значительное ухудшеніе товарнаго и денежнаго рынковъ, и что, въ частности, срочныя сдѣлки

съ продуктами земледѣлія, внося спекулятивный элементъ въ торговлю предметами первой необходимости, оказываютъ губительное вліяніе на положеніе земледѣлія. Противники срочныхъ сдѣлокъ утверждали и доказывали, что благодаря имъ на биржѣ обращаются не фактическіе, тотчасъ могущіе быть поставленными, товары, а фиктивные, неопредѣленные, могущіе безмѣрно расти количественно предметы, и требовали полнаго ихъ запрета. Случившіеся въ то время биржевые крахи какъ-бы подтверждали обвиненія биржъ въ чрезмѣрной спекуляціи, и правительство въ 1892 году сочло необходимымъ учредить комиссію для всесторонняго обслѣдованія биржевого дѣла. Комиссія эта (Börsen-Enquete-Kommission), состоявшая изъ очень авторитетныхъ лицъ, произвела громаднѣйшую работу, явившуюся основаніемъ для изданнаго въ 1896 г. „биржевого закона“. Несмотря на крайне продуманную и серьезную обработку собраннаго матеріала, результатъ работъ комиссіи явился крайне печальнымъ, и биржевой законъ, имѣвшій цѣлью оздоровить биржевой оборотъ и хозяйственную жизнь страны, оказался совершенно не соотвѣтствующимъ возложеннымъ на него ожиданіямъ, и почти съ перваго же дня сталъ вызывать безконечные протесты, приведшіе, въ концѣ концовъ, къ его пересмотру и частичному измѣненію въ 1908 году.

Въ отношеніи срочныхъ сдѣлокъ, якобы форсирующихъ спекуляцію, биржевой законъ проводилъ запрещеніе срочныхъ сдѣлокъ съ хлѣбомъ и мукой, съ акціями и паями горнозаводскихъ и фабричныхъ предпріятій и съ акціями и паями обществъ съ капиталами ниже 20 милліоновъ марокъ. Мы не будемъ останавливаться на другихъ стѣсненіяхъ и ограниченіяхъ, которыя вводилъ въ биржевой оборотъ биржевой законъ, а скажемъ только, что попытка стѣснить и ввести въ извѣстныя рамки биржевой рынокъ привела только къ тому, что спекуляція перебросилась на лондонскій рынокъ южно-африканскихъ золотопромышленныхъ бумагъ, на акціи американскихъ желѣзныхъ дорогъ, отчего, конечно, въ сильной мѣрѣ пострадалъ мѣстный рынокъ; что спекуляція создала цѣлый рядъ обходовъ закона, для того чтобы продолжать игру съ любимыми биржевыми объектами, и что вообще попытка ввести въ болѣе законное, якобы, русло столь крупные рынки, какъ германскія биржи, скоро была признана крайне неудачной и губительной для всего народнаго хозяйства.

Послѣ многолѣтней агитаціи въ 1908 году въ биржевой законъ были внесены улучшенія. Къ заключенію срочныхъ сдѣлокъ допускаются въ настоящее время общества съ капиталомъ не ниже 20 милліоновъ марокъ, причемъ на это требуется согласіе правленія общества, а также—союзнаго совѣта Имперіи. Запретъ срочныхъ сдѣлокъ на продукты земледѣлія остался въ силѣ,—это есть уступка аграріямъ, направленная къ суженію рынка и теоретически противорѣчащая капиталистической тенденціи къ его расширенію и полученію возможно болѣе дешеваго продукта.

Такимъ образомъ, и въ Германіи,—странѣ, гдѣ причину зловреднаго вліянія развитія спекуляціи искали въ институтѣ срочныхъ сдѣлокъ, пришли, по крайней мѣрѣ, до нѣкоторой степени, къ убѣжденію, что дѣло не въ нихъ, а въ какихъ-то общихъ причинахъ, свойственныхъ биржевымъ сдѣлкамъ, какъ срочнымъ, такъ и кассовымъ.

Постараемся выяснить эту связь.

Дѣло въ томъ, что срочныя биржевыя сдѣлки по отношенію къ сдѣлкамъ кассовымъ суть проявленіе биржевой хозяйственной дѣятельности болѣе высокой степени развитія и по сущности своей являются не чѣмъ-либо противоположнымъ сдѣлкамъ кассовымъ, а только фактомъ, указывающимъ на болѣе высокую ступень хозяйства.

Современный строй мірового хозяйства вездѣ и всюду проявляетъ тѣ же самыя тенденціи, коренящіяся въ глубокихъ хозяйственныхъ процессахъ, но различіе ихъ по разнымъ странамъ, временамъ и проч. обстоятельствамъ, а также нѣкоторыя сумбурныя толкованія лицъ, не достаточно ясно разбирающихся въ изучаемыхъ ими явленіяхъ, создаютъ объясненія, ухватывающіяся за разныя случайныя различія и выводящія законы и различія, по существу совершенно неправильныя и уже въ свою очередь вносящія иногда губительную путаницу и въ воззрѣнія, и въ законодательство.

Такимъ сумбурнымъ вопросомъ мы считаемъ и вопросъ о противоположеніи сдѣлокъ на наличныя и срочныхъ и хотѣли бы выяснить, что срочныя биржевыя сдѣлки суть при развитомъ капиталистическомъ хозяйствѣ столь-же естественное, нормальное и здоровое явленіе, какъ, напр., существованіе оптовой торговли на-ряду съ мелочной, желѣзнодорожныхъ магистралей рядомъ съ вѣтками мѣстнаго сообщенія, проселочными дорогами и т. д.

Торговля народовъ, достигшихъ извѣстной стадіи хозяйственнаго развитія, вырабатываетъ извѣстныя соотвѣтственныя формы, отражающія тѣ факторы, изъ которыхъ она складывается и которые на нее же воздѣйствуютъ.

Пока человѣкъ нуждался въ покупкѣ предметовъ, необходимыхъ для его ближайшаго непосредственнаго потребленія, конечно, не могло быть и рѣчи объ оптовой торговлѣ, или о торговлѣ вообще. Послѣдняя можетъ явиться только при раздѣленіи труда и при установленности извѣстныхъ періодическихъ потребностей. На этой почвѣ постепенно возникла торговля, въ послѣднее время уже достигшая мірового характера. Обмѣнивая товары разныхъ странъ, мы устраняемъ неровности распредѣленія „въ пространствѣ“,—при помощи же срочныхъ сдѣлокъ мы производимъ то же дѣйствіе во времени.

Въ денежномъ капиталѣ элементъ времени играетъ важнѣйшую, если не главнѣйшую роль,—вѣдь процентъ исчисляется по времени, и при денежныхъ разсчетахъ, тѣмъ болѣе кредитнаго характера, главнымъ рѣшающимъ факторомъ почти-что всегда является срокъ денежной операціи, а не высота процента или какой-либо другой факторъ.

Вполнѣ понятно, что лишь только практика вырабатываетъ мало-мальски удобный (и наиболѣе соотвѣтствующій данной развитой стадіи хозяйства) способъ разсчета, то всѣ сдѣлки даннаго рынка стремятся приноровиться къ этому способу торговли, а образующаяся глыба сдѣлокъ, производимыхъ по болѣе усовершенствованному способу, уже давитъ на рынокъ, продолжающій дѣйствовать по прежнему способу. Изъ этого, конечно, не слѣдуетъ, что рынки эти находятся въ какомъ-то антагонизмѣ,—нѣтъ, они служатъ одной цѣли,—т. е. регулированію оборота, но болѣе совершенный способъ, конечно, является руководящимъ.

Наиболѣе ясно мы видимъ это явленіе въ Англіи,—тамъ всѣ биржевыя сдѣлки заключаются на извѣстные ликвидаціонные сроки;—практика, а не какой-нибудь писанный законъ, это установила, такъ какъ, несомнѣнно, въ этой формѣ заключалось наиболѣе выгодъ для всего хозяйства, и нынѣ лицо, желающее купить или продать что-либо на лондонской биржѣ, должно ждать для расчета опредѣленнаго дня и не можетъ уже такъ свободно распоряжаться своимъ биржевымъ имуществомъ, какъ распоряжаются, напр., деньгами. Такъ культура, давая массу удобствъ, всегда несетъ съ собою и небольшія ограниченія, которымъ отдѣльное лицо должно подчиняться во имя общихъ интересовъ.

Конечно, и въ Лондонѣ происходятъ сдѣлки на наличныя, но онѣ носятъ въ общемъ ничтожный характеръ, причемъ замѣчательно то, что за купленныя на наличныя бумаги приходится платить обычно дороже, чѣмъ на срочномъ рынкѣ.

Такъ какъ къ рынку срочныхъ сдѣлокъ переходила всюду руководящая роль, то и типичныя черты биржевого оборота стали отмѣчаться болѣе ясно на немъ, а затѣмъ и приписываться ему, какъ нѣчто свойственное спеціально ему, а не всему биржевому рынку,—и съ рынкомъ срочныхъ сдѣлокъ стало связываться понятіе объ особой его тенденціи къ спекулятивной дѣятельности,—заблужденіе это нанесло громадный вредъ народному хозяйству нѣкоторыхъ странъ, да и сейчасъ оно еще далеко не можетъ считаться разсѣяннымъ.

Мы имѣемъ поразительные факты, доказывающіе неправильность подобной тенденціи. Биржевыя колебанія за послѣднія десятилѣтія происходили въ наиболѣе грандіозныхъ, всеобъемлющихъ размѣрахъ какъ разъ въ тѣхъ странахъ, гдѣ существуетъ только кассовое биржевое обращеніе, т. е. въ Америкѣ и въ Россіи, и значительно слабѣе и равномѣрнѣе въ Англіи, Франціи и въ Германіи. Конечно, извѣстная роль въ этомъ должна быть приписана болѣе рѣзкимъ подъемамъ и паденіямъ народнаго хозяйства у насъ и въ Штатахъ, но подобный фактъ общаго подъема мы видимъ и въ Германіи, и несомнѣнно, что существованіе срочныхъ рынковъ оказывало существеннѣйшее уравнительное и смягчающее дѣйствіе на биржевыя колебанія въ этой странѣ. Постоянная, ежеминутная необходимость быстраго регулированія сдѣлокъ (у насъ 3 дня) виситъ Дамокловымъ мечомъ надъ биржевымъ спекулянтомъ и является дополнительнымъ факторомъ колебаній, совершенно не вызываемыхъ ни опредѣленнымъ мнѣніемъ биржевого дѣятеля, ни даже основной биржевой тенденціей. Эта постоянная необходимость незамедлительнаго регулированія своей позиціи, только ради того, чтобы удержаться самому въ сферѣ обращаемости, вызываетъ губительную нервность рынка, парализующую его мыслительную способность, и объясняетъ тѣ дикія колебанія, свидѣтелями которыхъ мы были на нашихъ биржахъ, когда часто общія повышательныя движенія, продолжавшіяся какіе-нибудь полчаса, смѣнялись моментами, когда безъ всякой мало-мальски разумной причины весь рынокъ являлся продавцомъ и за быстрымъ повышеніемъ слѣдовало не менѣе быстрое общее пониженіе.

Вопросъ о спекуляціи въ свое время вызвалъ громадную литературу, но въ настоящее время едва-ли найдется маломальски экономически образованное лицо, которое-бы не признавало значенія спекуляціи, какъ народно-хозяйственнаго фактора. Современныя условія обращаемости капиталовъ и товаровъ требуютъ свободы ихъ обращенія, и прекратить спекуляцію также немыслимо, какъ уничтожить оптовую торговлю или порвать навсегда экономическія сношенія между обоими полушаріями. Противополагая кассовыя сдѣлки, какъ якобы основанныя на безусловно-необходимыхъ операціяхъ, срочнымъ, какъ спекулятивнымъ, совершаютъ такую же, по нашему мнѣнію, ошибку, какъ говоря, что хлѣбъ намъ нужно покупать каждый день въ булочной, а тотъ, кто закупаетъ муку оптомъ (т. е. торговецъ), стремится исключительно къ зловредной наживѣ, да еще угрожающей интересамъ всѣхъ прочихъ потребителей.

Конечно, и личный элементъ играетъ большую роль въ этомъ вопросѣ,—гдѣ будетъ хоть нѣкоторая возможность нажить деньги, туда всегда будутъ устремляться тысячи людей, и разъ спекуляція существуетъ (а въ настоящей стадіи развитія народнаго хозяйства она не существовать не можетъ), то, конечно, она будетъ притягивать къ себѣ людей, будетъ-ли она спекуляціей на основаніи кассовыхъ разсчетовъ или же на срочномъ рынкѣ. Разъ же эта центростремительная сила существуетъ и даже является характерной для нашей эпохи, то лучше всего, конечно, пользоваться болѣе высокой ея формой, болѣе полезной для совокупности интересовъ народнаго хозяйства, не отрицая, конечно, что и она, какъ и все человѣческое, имѣетъ и свои недостатки и даже вредныя стороны.

Главное преимущество и главное экономическое значеніе срочныхъ сдѣлокъ заключается въ томъ, что онѣ дѣйствуютъ уравнительно на движеніе курсовъ биржевыхъ цѣнностей; каждая отдѣльная биржевая операція имѣетъ въ своей основѣ опредѣленное волевое рѣшеніе, основанное на мысли о необходимости по той или другой причинѣ производства операціи—при срочныхъ сдѣлкахъ мысль освобождается отъ посторонняго элемента, т. е. отъ необходимости принимать въ разсчетъ немедленную регулировку сдѣлки; такъ, напр., если я имѣю основаніе думать, что такая-то бумага упадетъ или подымется черезъ нѣсколько недѣль, то я при срочныхъ сдѣлкахъ могу дать своей мысли ясное выраженіе и противопоставляю ее столь-же яснымъ мыслямъ инако мыслящихъ. Только на срочномъ рынкѣ осуще-

ствляется то, что принято считать функціей биржи, т. е. свободный рынокъ.

При кассовыхъ сдѣлкахъ привходитъ, какъ мы уже сказали, элементъ постояннаго наличія свободныхъ капиталовъ, и тѣмъ фактически ставитъ въ привилегированное положеніе обладателей крупныхъ денегъ и ставитъ препятствіе образованію новыхъ капиталовъ. Этимъ фактомъ объясняется слабость русской биржевой кулиссы и ужасающія колебанія нью-іоркской биржи, когда процентъ за деньги, ссужаемыя на сутки, доходилъ до 100% и выше;—такія колебанія для народнаго хозяйства въ концѣ-концовъ очень убыточны, безпрестанно уничтожая мелкіе капиталы, которые, при существованіи другихъ условій, могли-бы расти количественно и совершенствоваться качественно. Конечно, и въ срочныхъ сдѣлкахъ есть элементы усиленія биржевой игры, отсутствующіе у сдѣлокъ кассовыхъ, но трудно допустить, чтобы въ итогѣ на образованіе цѣнъ больше вліяла формальная сторона организаціи операцій, чѣмъ совокупность общихъ экономическихъ, денежныхъ и психологическихъ причинъ.

Существуетъ цѣлый рядъ случаевъ, когда срочныя сдѣлки заключаются не для того, чтобы спекулировать, а какъ разъ съ цѣлью избѣгнуть спекуляціи и обезпечить себѣ операцію по опредѣленной цѣнѣ. Таковыми являются, во-первыхъ, выравненіе иностранной задолженности посредствомъ продажи цѣнныхъ бумагъ, обращающихся на заграничныхъ биржахъ, во-вторыхъ, арбитражъ, т. е. операціи, основывающіяся на разницѣ курсовъ на разныхъ биржахъ и выравнивающія цѣны бумагъ. Этого рода операціи имѣютъ очень большое значеніе, въ особенности для торговли со странами съ колеблющейся валютой,—безъ срочныхъ сдѣлокъ немыслима торговая, а тѣмъ болѣе финансовая связь съ такими странами. Цѣнныя бумаги являются могущественнѣйшей помощью финансовыхъ разсчетовъ при ликвидаціи крупныхъ расплатъ и, вообще, при всякомъ международномъ разсчетѣ, а срочныя сдѣлки дѣлаютъ ихъ возможными и расширяютъ ихъ кругъ дѣйствія. Далѣе, срочныя сдѣлки значительно расширяютъ капитальный рынокъ и даютъ возможность вводить въ него почти незамѣтно крупныя массы бумагъ, которыя болѣе легко разсасываются въ общей массѣ, чѣмъ на кассовомъ рынкѣ. Это имѣетъ особо важное значеніе въ настоящее время, когда на биржевые рынки почти ежедневно выбрасываются бумаги на десятки, а иногда и сотни милліоновъ рублей (въ 1914—1915 г.г. уже перешли на милліарды);

понятно, что рынку значительно легче приспособиться къ воспринятію большого количества бумагъ къ извѣстному сроку, чѣмъ быть въ необходимости постоянно держать наготовѣ большія наличныя суммы. Производство крупныхъ финансовыхъ операцій, размѣщеніе займовъ и т. д. сильно облегчаются срочными сдѣлками. И въ этомъ обстоятельствѣ особенно ясно проявляется то, что мы считаемъ главной характеристичной чертой срочныхъ сдѣлокъ, т. е. ихъ полное соотвѣтствіе современной стадіи развитія мірового хозяйства.

Срочныя сдѣлки имѣютъ особое значеніе для краткосрочнаго денежнаго рынка. При теперешней концентраціи денежныхъ капиталовъ, въ крупныхъ центрахъ постоянно образуются колеблющіяся массы свободныхъ денежныхъ капиталовъ, ищущихъ помѣщенія на болѣе или менѣе непродолжительные сроки. Отъ знанія дѣла и отчасти искусства руководителей банковъ и банкировъ зависитъ правильное и разумное размѣщеніе этихъ суммъ такъ, чтобы и деньги эти исполняли свое предназначеніе, т. е. работали бы, и чтобы въ то же время была возможность ихъ своевременно имѣть у себя въ кассѣ и держать свой активъ въ достаточно текучей формѣ. Деньги эти выдаются подъ обезпеченіе мѣстнымъ маклерамъ или фирмамъ и дѣлятся на: 1) суточныя, т. е. выдаваемыя на сутки,—эта форма получила особо широкое примѣненіе въ Америкѣ, гдѣ, благодаря отутствію срочныхъ сдѣлокъ, существуетъ всегда колоссальная потребность въ деньгахъ, и въ Лондонѣ, обладающемъ самымъ большимъ и активнымъ денежнымъ рынкомъ, и 2) деньги на срокъ (Ultimo—geld, Report), выдающіяся подъ бумаги на опредѣленный срокъ, до конца 2-недѣльной или мѣсячной ликвидаціи. Благодаря существованію срочныхъ сдѣлокъ, дѣлается возможнымъ болѣе опредѣленное и равномѣрное использованіе денежныхъ капиталовъ, такъ какъ рынокъ этотъ вводится въ опредѣленное русло, а %, будучи опредѣляемъ всѣми контрагентами на одинаковый срокъ и на опредѣленныхъ условіяхъ обезпеченія, имѣетъ, вслѣдствіе этого, тенденцію къ нивеллированію не только у себя на мѣстѣ, но даже и на всемірномъ денежномъ рынкѣ.

Срочныя сдѣлки производятъ также большую экономію въ пользованіи денежными средствами. Дѣло въ томъ, что при кассовыхъ сдѣлкахъ постоянно обращается большое количество денегъ, которыя могли бы быть болѣе интенсивно использованы для другихъ цѣлей,—это съ точки зрѣнія общихъ интересовъ народнаго хозяйства.

Съ точки же зрѣнія частнаго лица, сдѣлки на наличныя требуютъ иммобилизаціи большихъ капиталовъ, на которые безпрестанно насчитываются проценты, сильно удорожающіе всякія операціи. На практикѣ банки и банкирскія учрежденія выработали способы дѣйствія, заключающіеся въ томъ, что кліенту предоставляется кредитъ на основаніи внесенныхъ имъ въ учрежденіе бумагъ, деньги же на остальную сумму авансируются банкомъ. При срочныхъ сдѣлкахъ процентъ обезпеченія обычно бываетъ ниже процента обезпеченія при сдѣлкахъ на наличныя, да обезпеченіемъ его могутъ служить и %-я бумаги, текущій счетъ и т. д.

Недостатками срочныхъ сдѣлокъ обычно признаются тѣ обстоятельства, корень которыхъ лежитъ внѣ самаго факта развитія срочныхъ сдѣлокъ. При существованіи высшихъ формъ разныхъ экономическихъ явленій ими могутъ пользоваться—и пользуются себѣ на вредъ, и на вредъ и всему народному хозяйству—лица, развитіе которыхъ сильно отстаетъ отъ стадіи, достигнутой народнымъ хозяйствомъ въ цѣломъ. Если люди, научившіеся грамотѣ, пользуются этимъ благомъ только для чтенія безсмысленной сенсаціонной и порнографической литературы, если культивируется главнымъ образомъ фарсовый жанръ въ театрахъ и кинематографахъ, то это происходитъ, во-первыхъ, отъ недостаточнаго развитія, умственнаго и нравственнаго, лицъ, имѣющихъ возможность пріобщиться къ прогрессу культуры и не понимающихъ, какой вредъ они приносятъ такимъ нравственнымъ приниженіемъ и себѣ непосредственно, и своей странѣ въ конечномъ счетѣ, и, во-вторыхъ,—отъ бѣдности, являющейся и слѣдствіемъ, и причиной общей некультурности. Хотя ненадлежащее пользованіе „дарами культуры“ и ведетъ къ ряду серіозныхъ отрицательныхъ явленій, но никому не приходило въ голову требовать на этомъ основаніи ихъ упраздненія. То же самое можно сказать и про срочныя сдѣлки—хотя ими и расширяется кругъ спекулятивной дѣятельности, но все же интересы современнаго народнаго хозяйства требуютъ ихъ существованія, а лица, становящіяся жертвами биржевого азарта, становятся таковыми и при любыхъ условіяхъ. Въ началѣ экономическаго расцвѣта страны неизбѣжны увлеченія, но люди постепенно учатся осторожности въ обращеніи съ денежными капиталами и столько уже наслышались про опасности биржевой игры, что и въ этомъ отношеніи, какъ и во многихъ другихъ, довольно быстро усваиваютъ необходимые принципы. Громадныя биржи Лондона,

Парижа и Берлина уже прошли тяжелыя школы опыта, и безумныя увлеченія на нихъ повторяются все рѣже и рѣже, и всегда захватываютъ только небольшую сравнительно модную группу бумагъ, оставляя общій громадный оборотъ внѣ значительныхъ, необоснованныхъ колебаній.

Все предыдущее относится къ мирному времени, когда, казалось, всѣ націи стремились все къ болѣе и болѣе близкому соприкосновенію и когда всѣ рынки, денежные и товарные, изо дня въ день и изъ года въ годъ все тѣснѣе связывались безконечными узами товарныхъ и финансовыхъ отношеній. Но европейская война перевернула всѣ отношенія мирнаго времени, воздвигла стѣны тамъ, гдѣ долгимъ мирнымъ сожительствомъ и неустаннымъ трудомъ удалось еще не такъ давно сломить преграды, и, конечно, на биржахъ съ ихъ громаднымъ международнымъ оборотомъ всюду пришлось ввести стѣсненія и ограниченія, вызванныя необходимостью защитить свое финансовое положеніе и помѣшать отливу денегъ въ страны вражескія. Биржевые рынки введены повсюду въ узкія русла, и въ Лондонѣ и Парижѣ происходитъ только ограниченное число сдѣлокъ, исключительно на наличныя, причемъ требуется представленіе и самихъ бумагъ и доказательства, что онѣ не принадлежатъ подданнымъ вражескихъ странъ. Правительства вынуждены дѣлать все возможное, чтобы національныя деньги шли только на самое необходимое, они вынуждены *сокращать* рынокъ и вводить его въ узкое русло. При такихъ условіяхъ срочныя сдѣлки,—этотъ могучій факторъ свободнаго мірового хозяйства,—конечно, временно должны исчезнуть.

Срочныя сдѣлки въ Россіи.

Въ Россіи биржевыя срочныя сдѣлки признаны закономъ, но фактически таковыя на биржѣ не имѣютъ мѣста. Все биржевое обращеніе у насъ происходитъ съ регулировкой не позже 3-го дня по совершеніи сдѣлки, причемъ сторона, не исполнившая своего обязательства, можетъ быть экзекутирована, т. е. контрагентъ можетъ черезъ присяжнаго маклера купить несданную, или продать непринятую отъ него бумагу, а разница въ курсѣ и расходы по экзекуціи падаютъ на сторону, неисполнившую своего обязательства.

Экзекуціи эти происходятъ не часто, такъ какъ никому непріятно доводить дѣло до этого, хотя позорящаго въ нихъ по существу ничего нѣтъ, и самый серьезный и порядочный членъ биржи мо-

жетъ, благодаря стеченію случайныхъ обстоятельствъ,—какъ, напр., вслѣдствіе несвоевременной сдачи бумагъ, отсутствія кліента, опозданія почты и т. п., быть поставленнымъ въ невозможность немедленно регулировать заключенную имъ сдѣлку. Подобныя задержки, особенно частыя въ моментъ большихъ биржевыхъ движеній, когда банки и конторы не успѣваютъ сдавать и принимать всѣ бумаги своихъ кліентовъ и посредниковъ, регулируются по большей части извѣстной взаимной снисходительностью, совершенно неумѣстной, однако, когда запозданіе вызывается недобросовѣстной игрой за счетъ другого контрагента. За послѣднее время, въ связи съ нѣкоторыми выяснившимися слабыми сторонами нашихъ биржъ, возникло нѣсколько плановъ ихъ оздоровленія, причемъ среди мѣръ, долженствующихъ произвести это дѣйствіе, выдвигалось введеніе въ оборотъ срочныхъ сдѣлокъ и устройство при Государственномъ Банкѣ разсчетныхъ отдѣловъ для бумагъ.

Для введенія срочныхъ сдѣлокъ въ оборотъ нужна опредѣленная организація, а теперешнее устройство нашихъ биржъ не особенно благопріятствуетъ введенію ихъ въ строгія рамки, необходимыя для правильнаго дѣйствія этой болѣе совершенной формы биржевого оборота. У насъ доступъ на биржу пока-что сравнительно легокъ и для вступленія въ ея члены не требуется никакой матеріальной гарантіи. А на такой зыбкой почвѣ, конечно, рисковано строить кредитное сооруженіе, въ которомъ равноправными участниками являлись бы и солидные банки, и крупные капиталисты, и лица, по своей предыдущей дѣятельности совершенно неподготовленныя для работы на биржѣ и не имѣющія ни малѣйшаго понятія о ея принципахъ и обычаяхъ, какъ мы часто видимъ въ послѣдніе годы.

Конечно, биржи наши очень молоды, въ современномъ своемъ видѣ существуютъ всего какихъ-нибудь 20 лѣтъ, такъ какъ раньше у насъ не было сколько-нибудь серьезнаго биржеваго рынка. Естественно, что у насъ не имѣется столь многочисленнаго и богатаго биржеваго класса, какъ на Западѣ, сильнаго и капиталами, и связями и состоящаго изъ лицъ, принадлежащихъ къ семьямъ, имѣвшимъ часто уже 4—5 поколѣній и семейныя традиціи биржевиковъ, высоко ставящихъ и свою репутацію. У насъ этотъ классъ находится пока только въ зародышѣ, но мы убѣждены, что онъ будетъ расти и крѣпнуть по мѣрѣ того, какъ будетъ расти Россія и развиваться ея народное хозяйство. Лучшая организація биржи *сама по себѣ* не можетъ, конечно, явиться

панацеей и создать лучшій биржевой рынокъ,—таковой долженъ имѣть въ основѣ истинно-здоровое народное хозяйство, и только на этой почвѣ возможенъ и быстрый ростъ капиталовъ, консолидація ихъ черезъ банки и акціонерныя общества и обращеніе посредствомъ биржи. Но все-же, введеніе въ биржевой оборотъ института срочныхъ сдѣлокъ, какъ всякая высшая форма торговаго обращенія, къ тому-же крайне полезная съ общехозяйственной точки зрѣнія, можетъ оказать большую услугу самому биржевому дѣлу, поднявъ его на болѣе устойчивую и серьезную ступень развитія.

Извѣстное количество срочныхъ сдѣлокъ происходитъ у насъ и нынѣ,—ихъ заключаютъ на опредѣленные сроки крупные спекулянты и банки,—но въ общемъ онѣ носятъ характеръ случайныхъ и единичныхъ явленій.

Биржевыя сдѣлки по русскому праву.

Статья прис. пов. **Я. М. Гессена.**

Источниками дѣйствующаго права о биржевыхъ сдѣлкахъ въ Россіи являются законъ, уставы отдѣльныхъ биржъ и биржевые правила и обычаи. Но законъ—этотъ, обычно, главнѣйшій источникъ дѣйствующаго права—въ данномъ случаѣ отличается крайней скудостью правовыхъ нормъ и даетъ слишкомъ мало матеріала для выясненія юридической природы биржевыхъ сдѣлокъ. Такъ, нѣкоторыя указанія, касающіяся вопроса о биржевыхъ сдѣлкахъ, мы находимъ въ Высочайше утвержденномъ 27 іюня 1900 г. Положеніи Комитета Министровъ объ образованіи на С.-Петербургской Биржѣ Фондоваго Отдѣла (П. С. З., № 18946, отд. X, ст. I); о запрещеніи сдѣлокъ по покупкѣ и продажѣ на срокъ золотой валюты говоритъ ст. 1401[1] зак. гражд. (т. X, ч. I); опредѣленіе круга лицъ, могущихъ заключать сдѣлки, и порядокъ ихъ совершенія чрезъ биржевыхъ маклеровъ дается въ нѣкоторыхъ статьяхъ уст. торг. (ст.ст. 661, 697, 705),—и этимъ исчерпывается весь законодательный матеріалъ по данному вопросу. Уставы биржъ трактуютъ, главнымъ образомъ, объ ихъ организаціи и по поводу биржевыхъ сдѣлокъ говорятъ лишь о правахъ и обязанностяхъ маклеровъ, участвующихъ въ ихъ заключеніи.

Больше данныхъ по интересующему насъ вопросу мы находимъ въ правилахъ, вырабатываемыхъ и издаваемыхъ самими биржевыми обществами, на основаніи существующихъ обычаевъ и согласно уставамъ отдѣльныхъ биржъ, предоставляющихъ составленіе и изданіе такихъ правилъ собраніямъ гласныхъ или выборныхъ каждой биржи. Сюда относятся, главнымъ образомъ, „Правила для сдѣлокъ по покупкѣ и продажѣ иностранной валюты, фондовъ и акцій на С.-Петербургской Биржѣ“, утвержденныя министромъ финансовъ 10 ноября 1907 года, „Правила для

фондоваго отдѣла при С.-Петербургской Биржѣ", утвержденныя министромъ финансовъ 10 января 1901 г., „Правила для сдѣлокъ по покупкѣ и продажѣ цѣнныхъ бумагъ, золота, серебра, таможенныхъ купоновъ и иностранныхъ переводныхъ векселей на Московской биржѣ", „Правила биржевой торговли на Московской хлѣбной биржѣ", „Правила биржевой торговли на Калашниковской хлѣбной биржѣ въ С.-Петербургѣ" и мн. др.

Наконецъ, существенное значеніе для толкованія юридическихъ нормъ, опредѣляющихъ и регулирующихъ биржевыя сдѣлки, имѣютъ разъясненія, преподанныя въ соотвѣтственныхъ рѣшеніяхъ судебнаго и гражданскаго кассаціонныхъ департаментовъ Правительствующаго Сената.

Основываясь на вышеприведенномъ правовомъ матеріалѣ, постараемся выяснить самое понятіе биржевыхъ сдѣлокъ, опредѣлить ихъ юридическую природу, указать субъектовъ, участвующихъ въ заключеніи биржевыхъ сдѣлокъ, объекты и подраздѣленія послѣднихъ и, наконецъ, прослѣдить самое движеніе биржевыхъ сдѣлокъ—ихъ заключеніе, пролонгацію, ликвидацію и судебную защиту.

По своей *юридической конструкціи* биржевыя сдѣлки, какъ и соотвѣтственныя сдѣлки, заключаемыя внѣ биржи, являются куплей-продажей (сдѣлки кассовыя) или поставкой (сдѣлки срочныя) и, какъ таковыя, представляютъ собою двусторонній договоръ, въ силу коего одна сторона обязывается передать другой въ собственность, немедленно или къ опредѣленному сроку, товаръ наличный или опредѣленнаго рода и въ опредѣленномъ количествѣ, а другая—обязывается заплатить за то извѣстную, заранѣе обусловленную сумму. Все отличіе биржевыхъ сдѣлокъ отъ указанныхъ сдѣлокъ обще-гражданскаго характера заключается лишь въ условіяхъ, при которыхъ эти сдѣлки совершаются. Условія эти сводятся къ слѣдующимъ основнымъ моментамъ: мѣсту и времени заключенія сдѣлки, лицамъ, ее заключающимъ, объекту, относительно котораго сдѣлка заключается, и, наконецъ, внѣшнимъ особенностямъ заключенія сдѣлки.

Согласно § 1 гл. X вышеупомянутаго Положенія 27 іюня 1900 г., „биржевой сдѣлкой признается сдѣлка, заключенная въ биржевомъ собраніи между дѣйствительными членами биржи за собственный счетъ или по приказамъ".

Такимъ образомъ, первымъ необходимымъ условіемъ для признанія данной торговой сдѣлки биржевой, является *заключеніе ея на биржѣ и во время биржевого собранія*. Правда, „Пра-

вила биржевой торговли“ на нѣкоторыхъ биржахъ [1]) допускаютъ заключеніе биржевыхъ сдѣлокъ и внѣ биржи, при посредствѣ биржевого маклера, и даже безъ послѣдняго, если участвующія въ дѣлѣ стороны договорились считать данную сдѣлку биржевой,—но эти случаи являются лишь исключеніями и касаются только товарныхъ, а не фондовыхъ сдѣлокъ; товарныя же биржевыя сдѣлки, въ большинствѣ случаевъ, почти ничѣмъ не отличаются отъ сдѣлокъ, заключаемыхъ внѣ биржи, если не считать того, что первыя могутъ заключаться чрезъ биржевыхъ маклеровъ; поэтому, говоря о биржевыхъ сдѣлкахъ, мы имѣемъ въ виду, главнымъ образомъ, сдѣлки именно фондовыя.

Но, кромѣ мѣста и времени заключенія сдѣлки, биржевой характеръ послѣдней обусловливается и *личностью контрагентовъ:* фондовая сдѣлка признается биржевой, если она заключена лишь между дѣйствительными членами фондоваго отдѣла. Таковыми являются избранные совѣтомъ фондоваго отдѣла (по рекомендаціи двухъ дѣйствительныхъ членовъ) представители частныхъ кредитныхъ установленій и банкирскихъ конторъ (не болѣе двухъ отъ каждаго) и лица, выбравшія промысловое свидѣтельство 1-го разряда на производство банкирскихъ операцій [2]). На прочихъ биржахъ производство операцій съ фондами, векселями и валютой дозволяется внесшимъ установленную биржевымъ обществомъ плату владѣльцамъ или представителямъ торговыхъ, промышленныхъ и банкирскихъ предпріятій, въ предѣлахъ торговыхъ правъ, каждому изъ нихъ по закону принадлежащихъ [3]). Постоянные посѣтители фондоваго отдѣла петроградской биржи, коими могутъ быть всѣ лица, выбравшія въ Петроградѣ промысловыя свидѣтельства, соотвѣтствующія свидѣтельствамъ 1-ой гильдіи, вправѣ заключать сдѣлки, но не непосредственно, а исключительно лишь чрезъ фондовыхъ маклеровъ [4]). Сдѣлка, заключенная на петроградской фондовой биржѣ между постояннымъ посѣтителемъ и дѣйствительнымъ членомъ безъ посредства биржевого маклера, согласно послѣднему рѣшенію Правительствующаго Сената [5]), должна быть признана недѣйствительной. Постороннія лица, посѣщающія собранія (по оффиціальной терминологіи—„гости“), правомъ заключенія биржевыхъ сдѣ-

[1]) Московской, § 2; Калашниковской хлѣбной въ Петроградѣ, § 2.

[2]) Положеніе, гл. 11, § 1.

[3]) Уставъ торговый, ст. 660.

[4]) Положеніе объ образованіи на СПБ. биржѣ фондоваго отдѣла, гл. III § 2 и гл. X, § 3.

[5]) Указъ суд. деп. отъ 30 мая 1913 г. за № 1621, по д. Литвака.

локъ совершенно не пользуются. На товарныхъ биржахъ сдѣлки считаются биржевыми, если онѣ заключены въ установленные биржевые часы дѣйствительными членами или посторонними посѣтителями не только между собою, но и съ лицами посторонними [1]). Это обстоятельство, равно какъ и отсутствіе въ законѣ и уставахъ биржъ упоминанія о какихъ-либо преимуществахъ въ исполненіи заключенія биржевыхъ сдѣлокъ для той или другой категоріи посѣтителей, даетъ основаніе нѣкоторымъ авторамъ утверждать, что и случайные, и временные, и постоянные посѣтители имѣютъ, при соблюденіи требованій Положенія о промысловомъ налогѣ, одинаковое право на участіе въ биржевомъ оборотѣ [2]). Такое утвержденіе отчасти правильно, какъ мы видѣли, лишь въ отношеніи сдѣлокъ на товарныхъ биржахъ; къ сдѣлкамъ же фондовымъ, насъ главнымъ образомъ интересующимъ, оно не примѣнимо. Однако, и на товарныхъ биржахъ не всѣмъ лицамъ предоставляется возможность не только совершенія сдѣлокъ, но и даже самого посѣщенія биржи. Согласно новѣйшимъ биржевымъ уставамъ, „не могутъ принадлежать къ составу биржевого общества, а также посѣщать биржу и производить на оной торговыя дѣла: 1) подвергшіеся суду за преступныя дѣянія, влекущія за собою лишеніе или ограниченіе правъ состоянія, либо исключеніе изъ службы, а равно за кражу, мошенничество, присвоеніе ввѣреннаго имущества, укрывательство похищеннаго, покупку и принятіе въ закладъ завѣдомо краденаго или полученнаго чрезъ обманъ имущества и ростовщичество, когда они судебнымъ приговоромъ не оправданы; 2) состоящіе подъ слѣдствіемъ или судомъ по обвиненію въ означенныхъ преступныхъ дѣяніяхъ; 3) подвергшіеся несостоятельности, впредь до опредѣленія свойства ея, и изъ лицъ, о которыхъ дѣла сего рода приведены уже къ окончанію, всѣ несостоятельныя, кромѣ признанныхъ несчастными, и 4) лица, по дѣламъ которыхъ учреждены администраціи“ [3]).

Дальнѣйшимъ основнымъ моментомъ въ понятіи биржевой сдѣлки является *объектъ* ея. Таковымъ могутъ быть товары, цѣнныя бумаги, звонкая монета, векселя. Со всѣми этими предметами возможны торговыя сдѣлки и внѣ биржи, но, въ отличіе отъ послѣднихъ, на западно-европейскихъ биржахъ сдѣлки фон-

[1]) Правила Московской биржи, § 1; СПБ. Калашниковской биржи, § 1.

[2]) *Ю. Д. Филиппов*ъ. Биржа 1912 г., стр. 172.

[3]) Уставъ симферопольской фруктовой биржи (утв. 11 дек. 1913 г., собр. узак. отъ 1 апр. 1914 г., № 59), § 9, прим.

довыя могутъ совершаться лишь съ цѣнностями, допущенными къ обращенію и котировкѣ на данной биржѣ, а товарныя—исключительно съ предметами замѣнимыми: товары съ особыми, индивидуальными качествами, требующими при куплѣ-продажѣ предварительнаго осмотра, предметомъ биржевой торговли быть не могутъ. Кромѣ того, при срочныхъ товарныхъ сдѣлкахъ количество продаваемыхъ или покупаемыхъ цѣнностей не можетъ быть предоставлено исключительно усмотрѣнію контрагентовъ: срочныя сдѣлки можно заключать лишь въ отношеніи опредѣленныхъ, такъ называемыхъ, договорныхъ единицъ, т. е. въ твердо установленныхъ количествахъ и въ кратныхъ этихъ количествъ. На русскихъ биржахъ принципъ замѣнимыхъ цѣнностей проводится при сдѣлкахъ фондовыхъ, которыя, вмѣстѣ съ тѣмъ, совершаются также исключительно съ цѣнными бумагами, котирующимися на данной биржѣ [1]). Сдѣлки съ бумагами, не допущенными къ котировкѣ на данной биржѣ, не носятъ оффиціальнаго характера, не включаются въ биржевые бюллетени, не могутъ пользоваться посредничествомъ биржевого маклера и, въ случаѣ спора, не могутъ быть предметомъ разбирательства биржевыхъ судовъ. (О правилахъ допущенія цѣнныхъ бумагъ къ биржевой котировкѣ см. выше статью *А. Н. Зака*).

На товарныхъ биржахъ сдѣлки по опредѣленнымъ „типамъ“, „классамъ“, „штандартамъ“—производятся лишь съ нѣкоторыми продуктами фабрично-заводского производства (сахаръ, хлопокъ, нефть); зерновые продукты (и ихъ фабрикаты) продаются преимущественно или въ натурѣ, или по конкретнымъ, а не типичнымъ образцамъ [2]). Что касается договорныхъ единицъ, то таковыя русскимъ биржамъ неизвѣстны, и лишь по правиламъ Калашниковской хлѣбной биржи (§ 1) партія товара, составляющая предметъ биржевой сдѣлки, должна быть по вѣсу не менѣе 750 пудовъ или по стоимости не ниже 1000 руб.

Послѣдней отличительной чертой, характеризующей спеціально биржевую сдѣлку, является своеобразный *порядокъ ея заключенія*. Заключаются биржевыя сдѣлки сторонами или непосредственно, или же черезъ маклеровъ; въ первомъ случаѣ допускается, какъ письменная, такъ и словесная форма сдѣлокъ, во второмъ—исключительно письменная. Словесная форма допускается для заключенія сдѣлокъ кассовыхъ, „съ наличнымъ то-

[1]) Правила для сдѣлокъ по покупкѣ акцій и т. д. на СПБ. биржѣ, часть II, § 1.

[2]) *Невзоровъ*. Русскія биржи, вып. IV, стр. 214, 215.

варомъ". При заключеніи словесной сдѣлки употребляются ясныя и всѣмъ понятныя выраженія, какъ-то: „кончено", „прошу товаръ считать за мной", а на фондовыхъ биржахъ и краткія: „даю"—продавцомъ и „беру"—покупателемъ.

Сдѣлки на срокъ съ „товаромъ будущимъ", являющіяся по своей юридической конструкціи договоромъ поставки, должны быть изложены обязательно въ письменной формѣ и совершаются главнымъ образомъ,—а фондовыя (между постоянными посѣтителями или между ними и дѣйствительными членами) даже исключительно—путемъ маклерской записки, составляемой въ двухъ экземплярахъ и вручаемой сторонамъ немедленно по заключеніи сдѣлки [1]). Въ запискѣ этой должны быть обозначены всѣ подробности заключенной сдѣлки—имена продавца и покупателя, названіе товара или бумагъ, количество ихъ, курсъ, срокъ, способъ разсчета и всѣ остальныя условія, поставленныя сторонами при заключеніи сдѣлки. Записка скрѣпляется подписями продавца въ томъ, что онъ продалъ, и покупателя въ томъ, что онъ купилъ—на условіяхъ, въ запискѣ изложенныхъ. Маклерская записка, въ коей допущено какое-либо отступленіе отъ вышеизложенныхъ правилъ, согласно ст. 702 уст. торг. и рѣшенію суд. деп-та 1872 г. за № 853, „въ случаѣ спора признается недѣйствительной и въ судѣ быть принята не можетъ". Исключеніе допускается лишь при „курсовыхъ сдѣлкахъ", по которымъ „по большому количеству такихъ дѣлъ дозволяется маклерамъ давать записки краткія и только за своими подписями" (уст. торг. ст. 704). Точно также недопустимъ допросъ свидѣтелей въ подтвержденіе факта соглашенія о заключеніи чрезъ биржевого маклера сдѣлки, равно какъ и условій сего соглашенія [2]). Кромѣ маклерской записки, сдѣлки, преимущественно на товарныхъ биржахъ, могутъ заключаться также и путемъ подробныхъ контрактовъ, снабженныхъ подписями сторонъ и участвовавшаго при заключеніи сдѣлки маклера, а также путемъ торговыхъ писемъ и телеграммъ, коими лично обмѣниваются договаривающіяся стороны [3]).

Таковы способы заключенія сдѣлокъ на наличные товары или бумаги (loco) и на сдѣлки со сдачей въ условленный срокъ.

---

[1]) Уст. торг., ст.ст. 698—704; Уставъ СПБ. биржи, §§ 94—96; Положеніе о фондовомъ отдѣлѣ на СПБ. биржѣ, гл. X, § 4; Правила для сдѣлокъ на фонд. отдѣлѣ СПБ. биржи, § 8; Правила Московской хлѣбной биржи, §§ 12—14; Правила Калашниковской биржи §§ 12—14, и др.

[2]) Рѣшеніе суд. деп. сената 1899 г., № 216.

[3]) Правила Московской хлѣбной биржи, § 14; Калашниковской, § 14.

Но эти послѣднія сдѣлки—въ отношеніи операцій фондовыхъ—получили право гражданства на нашихъ биржахъ лишь въ сравнительно недавнее время. Еще въ дѣйствовавшихъ до 1907 г. „Правилахъ для сдѣлокъ по покупкѣ и продажѣ фондовъ и акцій на СПБ. биржѣ отъ 8 марта 1883 г.“ упоминаются для покупки и продажи процентныхъ бумагъ лишь сдѣлки наличныя, срочныя же сдѣлки допускались лишь по операціямъ вексельнымъ и валютнымъ. Точно также дѣйствующія еще и понынѣ упомянутыя выше „правила для сдѣлокъ по покупкѣ и продажѣ цѣнныхъ бумагъ, золота и т. д.“, установленныя собраніемъ выборныхъ московскаго биржевого общества 6 іюля 1891 года, знаютъ для цѣнныхъ бумагъ лишь простыя сдѣлки на наличныя, а срочныя—лишь для иностранныхъ переводовъ, золота и т. п.

Основнымъ типомъ биржевыхъ сдѣлокъ у насъ, въ Россіи, являются, такимъ образомъ, *сдѣлки* на товаръ или бумаги *наличныя*. По своей юридической природѣ сдѣлки эти, называемыя также *кассовыми*, являются чистымъ видомъ купли-продажи, и лишь самая немедленность исполненія сдѣлки носитъ въ данномъ случаѣ особый, условный характеръ. Такъ, по правиламъ фондоваго отдѣла петроградской биржи, „тратты и чеки, покупаемыя „loco“, должны быть доставлены продавцомъ покупщику на слѣдующій, по совершеніи сдѣлки, биржевой день, отъ 10-ти час. утра до 3-хъ час. пополудни“ (часть I, § 4); цѣнныя же бумаги „должны быть сданы покупателю въ теченіе трехъ дней по заключеніи сдѣлки, не принимая въ разсчетъ день заключенія таковыхъ; если же третій и послѣдующій дни будутъ не биржевые, то послѣднимъ днемъ обязательной сдачи считается слѣдующій за симъ биржевой день“ (часть II, § 3). Эти же сроки установлены и правилами московской биржи, съ той лишь разницей, что ими допускается отсрочка сдачи проданныхъ бумагъ, съ письменнаго согласія обѣихъ сторонъ, до 7 дней и что „въ видахъ предоставленія возможности продажи цѣнныхъ бумагъ, находящихся во время совершенія сдѣлки въ отдаленныхъ мѣстахъ Россіи или заграницей, допускается для сдачи ихъ время до 14 дней со дня продажи, о чемъ должно быть выражено письменно при самомъ совершеніи сдѣлки“ (§ 2 и прим. 1 и 2). По правиламъ товарныхъ биржъ (Московской хлѣбной, Калашниковской, §§ 25 и 26, и др.), наличный товаръ принимается съ желѣзной дороги въ теченіе сутокъ, а съ судна или амбара въ срокъ, обусловленный въ договорѣ, или же, при необозначеніи

такового, въ теченіе 7 дней (въ Москвѣ) и 15 дней (въ Петроградѣ). Самое выполненіе сдѣлокъ съ наличнымъ товаромъ ничѣмъ не отличается отъ такового въ отношеніи сдѣлокъ срочныхъ, и потому прежде, чѣмъ перейти къ вопросу объ исполненіи биржевыхъ сдѣлокъ, мы остановимся на выясненіи характера и основныхъ чертъ срочныхъ сдѣлокъ.

Подъ *срочными сдѣлками*, или *„сдѣлками на срокъ“* разумѣются сдѣлки, реализація коихъ отдѣляется отъ момента заключенія на болѣе или менѣе продолжительный періодъ времени (абсолютно, впрочемъ, не очень значительный), устанавливаемый у насъ соглашеніемъ или обычаями и правилами биржъ. Такимъ образомъ, въ то время, какъ при сдѣлкахъ кассовыхъ товаръ или бумаги должны быть у продавца при заключеніи сдѣлки на-лицо, при сдѣлкахъ на срокъ продавецъ можетъ дѣйствовать à découvert, въ разсчетѣ на то, что къ моменту исполненія сдѣлки цѣна бумагъ понизится, и онъ, купивъ ихъ по позднѣйшему курсу, выиграетъ разницу между цѣной рыночной и обусловленной. Поэтому-то сдѣлки на срокъ нерѣдко разрѣшаются лишь одной уплатой разницы между курсами въ день заключенія и день исполненія сдѣлки и являются уже сдѣлками „на разность“, въ противоположность сдѣлкамъ „реальнымъ“, разсчитаннымъ на фактическую сдачу условленнаго товара или бумагъ.

Срочныя сдѣлки, какъ мы уже видѣли, легально существуютъ у насъ сравнительно съ недавняго времени. Съ 1837 г. и вплоть до закона 8 іюня 1893 г. въ законахъ гражданскихъ (т. X, ч. I, изд. 1887 г.) существовала статья (2167, п. 2), которая гласила дословно слѣдующее: „Всякія условія между частными лицами какъ на биржѣ, такъ и внѣ оной о покупкѣ или продажѣ акцій или росписокъ не за наличныя деньги, а съ поставкой къ извѣстному сроку по извѣстной цѣнѣ, рѣшительно воспрещаются, съ тѣмъ, чтобы таковыя, если будутъ предъявлены суду, считать недѣйствительными, а обличенные въ подобныхъ сдѣлкахъ подвергаются наказаніямъ, за азартныя игры установленнымъ“. Статья эта, какъ законъ ограничительный, какъ исключеніе изъ общаго правила о дозволенности поставки каждой движимой вещи, состоящей въ гражданскомъ оборотѣ, казалось бы, распространительному толкованію не подлежала. Таково было господствующее мнѣніе и въ литературѣ [1]), но судебная практи-

[1]) *Малышевъ*. О биржевыхъ фондовыхъ сдѣлкахъ („Ж. гр. и торг. права“ 1871 г. № 3, стр. 359—360); *Радловъ*. Сдѣлки на разность („Ж. гр. и угол.

ка, а вслѣдъ за ней и оффиціальная практика биржевая, склонились на сторону того предположенія, что, „по духу правила ст. 2167 (изданнаго въ 1836 г.) дѣйствіе его должно простираться не только на акціи, но и на другія процентныя бумаги“ [1]). Благодаря такой постановкѣ вопроса становится вполнѣ понятнымъ, что сдѣлки на срокъ съ цѣнными бумагами не упоминались въ правилахъ фондовыхъ биржъ, и что, по свидѣтельству Невзорова, взглядъ на эти сдѣлки, какъ на запрещенныя вообще, широко былъ распространенъ въ то время не только въ Москвѣ и въ С.-Петербургѣ, но и въ провинціальныхъ городахъ [2]). Это отрицательное отношеніе къ срочнымъ биржевымъ сдѣлкамъ, оффиціально отмѣчаемое до послѣдняго времени и на западѣ [3]), объясняется исключительно свойствомъ сдѣлокъ на срокъ превращаться въ *„сдѣлки на разность“*. „Сдѣлки на срокъ, говоритъ проф. Гольмстенъ [4]),—благодаря обращенію ихъ въ сдѣлки на разность, часто теряютъ свой серіозный характеръ и служатъ лишь средствомъ прикрытія сдѣлокъ на разность; стороны вовсе не имѣютъ въ виду реальнаго обмѣна цѣнностей, а играютъ на разность. Подъ видомъ срочныхъ сдѣлокъ производится азартная биржевая игра, обогащающая безъ затраты труда и капитала однихъ и повергающая въ нищету другихъ“. Страхъ предъ этой азартной биржевой игрой, предъ ажіотажемъ и диктовалъ повсюду преслѣдованіе срочныхъ сдѣлокъ путемъ строгаго запрещенія и лишенія ихъ исковой силы и судебной защиты. Мѣры эти, однако, не привели къ желаемому результату: запретительные законы обходились, сдѣлки на срокъ и на разность продолжали встрѣчаться, и постепенно иностранныя законодательства стали приходить къ заключенію, что, съ одной стороны, за-

---

права“ 1885 г. № 1, стр. 75—76); *Побѣдоносцевъ*. Курсъ гражданскаго права, т. III, стр. 569; *Цитовичъ*. Учебникъ торговаго права, стр. 241; *Шершеневичъ*. Курсъ торговаго права, т. II, стр. 582. Противоположный взглядъ у *Гольмстена*. Очерки по русскому торговому праву, стр. 190; *Мейеръ*. Русское гражданское право, § 35.

[1]) Рѣш. общ. собр. Прав. Сената 23 мая 1875 г. по д. Петрококино; рѣш. 4 деп. Пр. Сената 19 мая 1880 г. по д. Гинзбургъ и др. Противоположный взглядъ выраженъ, впрочемъ, въ позднѣйшемъ рѣшеніи суд. деп. по д. Бродскаго (1887 г. № 2001).

[2]) *Невзоровъ*. Русскія биржи, т. I, стр. 61.

[3]) Во Франціи—до закона 28 марта 1885 г.; въ Германіи—до биржевого закона 1896 г. и гражданскаго кодекса, вступившаго въ дѣйствіе въ 1900 г. и нѣсколько ограничившаго биржевую свободу; въ Англіи дѣйствуетъ законъ 1860 г., направленный противъ биржевой игры. Швейцарскій законъ (законъ объ обязат. § 512) также отказываетъ биржевымъ срочнымъ сдѣлкамъ въ юридической защитѣ и др.

[4]) *Гольмстенъ*, назв. соч., стр. 183—184.

прещеніями невозможно пресѣчь биржевую спекуляцію, а съ другой,—болѣе чѣмъ трудно опредѣлить истинный характеръ сдѣлокъ и подлинныя намѣренія ея контрагентовъ. Въ связи съ этимъ, существованіе срочныхъ сдѣлокъ было признано, и судебная защита была имъ обезпечена.

То же, какъ указано выше, наблюдалось и у насъ. Закономъ 8 іюня 1893 г. отмѣченный выше п. 2 ст. 2167 т. X, ч. 1 былъ отмѣненъ, и приведенное въ немъ запрещеніе срочныхъ сдѣлокъ отпало. Тѣмъ же закономъ въ дѣйствующее биржевое право внесено было новое начало о допущеніи срочныхъ сдѣлокъ, съ однимъ лишь ограниченіемъ относительно сдѣлокъ на золотую валюту.

Указанный законъ, вошедшій въ нынѣ дѣйствующій т. X, ч. I св. зак. (изд. 1914 г.), подъ статьей 1401[1], гласитъ слѣдующее: „Запрещаются сдѣлки по покупкѣ и продажѣ на срокъ золотой валюты, траттъ и тому подобныхъ цѣнностей, писанныхъ на золотую валюту, совершаемыя исключительно съ цѣлью полученія разницы между курсомъ валюты, условленнымъ сторонами и дѣйствительнымъ на какой-либо назначенный ими срокъ, а также сдѣлки по покупкѣ и продажѣ золотой валюты и упомянутыхъ цѣнностей, извѣстныя подъ названіемъ сдѣлокъ съ преміями, стеллажей и сдѣлокъ съ правомъ дотребованія или кратныхъ“. По своему изложенію статья эта—въ сущности, запретительная: она запрещаетъ опредѣленныя, точно указанныя въ ней сдѣлки, но тѣмъ самымъ, слѣдовательно, она разрѣшаетъ всѣ такія же сдѣлки съ цѣнностями, въ ней не означенными: „что не запрещено, то дозволено“, и это тѣмъ болѣе примѣнимо въ данномъ случаѣ, когда запрещенное точно и опредѣленно формулировано, и когда ст. 2167 т. X, ч. 1, коей сдѣлки на разность именно съ акціями запрещены, тѣмъ же закономъ 8 іюня 1893 г. была отмѣнена.— Правда, теперь, по введеніи у насъ золотой валюты, всѣ бумаги значатся на таковую, такъ что, если понимать созданное ст. 1401[1] ограниченіе въ буквальномъ смыслѣ, то почти всѣ сдѣлки на срокъ окажутся совершенно недопустимыми, но, если принять во вниманіе, что законъ 8 іюня 1893 г. имѣлъ именно въ виду уничтожить бывшія затрудненія для срочныхъ сдѣлокъ, то едва ли подобное толкованіе ст. 1401[1] можетъ быть признано правильнымъ. Такой взглядъ на данный вопросъ раздѣляется и нашей литературой [1]), и нашей судебной практикой. Такъ, въ рѣшеніи

[1]) Ср. у *Гольмстена* (ярaго противника срочныхъ сдѣлокъ), назв. соч., стр. 192, *Шершеневича*, назв. соч., стр. 583, *Федорова*, Торговое право, стр. 663 слѣд., и др.

по д. Дункана (1897 г. № 792) сенатъ нашелъ, что „сдѣлка о покупкѣ къ данному сроку по заранѣе условленной цѣнѣ той или другой денежной валюты по закону допустима, и то обстоятельство, что по книгамъ записанъ разсчетъ лишь въ разности цѣнъ по курсу, не мѣняетъ дѣла, какъ вызванное непринятіемъ цѣнностей и необходимостью требовать по этому поводу лишь убытки". Въ позднѣйшемъ рѣшеніи, по дѣлу банк. дома „Куссъ и Ксидіасъ" (1908 г. № 2308), сенатъ вполнѣ допускаетъ уже существованіе и сдѣлокъ на разность, признавая, что „сдѣлка купли-продажи на биржѣ процентныхъ бумагъ, совершаемая съ цѣлью полученія разницы на срокъ сдачи ихъ, не представляетъ собою запрещенной закономъ сдѣлки, такъ какъ запрещеніе сдѣлокъ на разность касается исключительно цѣнностей, указанныхъ въ ст. 1401[1] т. X, ч. 1 Св. Зак.". Такимъ образомъ, надлежитъ признать, что у насъ закономъ разрѣшаются нынѣ не только реальныя сдѣлки на срокъ, но и сдѣлки на разность, за указанными выше исключеніями.

То обстоятельство, что въ ст. 1401[1] перечисляются сдѣлки съ преміей, кратныя, стеллажныя, указываетъ на то, что всѣ эти болѣе сложные виды срочныхъ сдѣлокъ извѣстны законодателю и запрещены у насъ опять таки только въ отношеніи сдѣлокъ съ золотой валютой. За отсутствіемъ какъ въ уставѣ торговомъ, такъ и въ законахъ гражданскихъ какихъ-либо самостоятельныхъ для нихъ постановленій, такія сдѣлки должны регулироваться общими нормами относительно заключенія и исполненія договоровъ. Но правиламъ нашихъ биржъ, какъ фондовыхъ, такъ и товарныхъ, всѣ эти разновидности сложныхъ сдѣлокъ на срокъ совершенно не знакомы, и мы нигдѣ въ этихъ правилахъ не найдемъ указаній на способы заключенія и реализаціи подобныхъ сдѣлокъ: оффиціально онѣ и не существуютъ, котировки ихъ не принимаются во вниманіе, и слѣдовъ ихъ въ отмѣткахъ котировальной комиссіи найти невозможно. Но фактически, въ дѣйствительности, „по свидѣтельству близкихъ къ биржѣ людей", уже и въ прежнее время, когда срочныя сдѣлки въ силу ст. 2167 были запрещены, „въ большомъ ходу были разныя сложныя биржевыя сдѣлки: Noch-und Nachgeschäfte, стеллажи и т. п.",—„всѣ эти выдумки нѣмцевъ" употреблялись не только какъ термины, но и какъ дѣйствительно существовавшія сдѣлки [1]). Практикуются всѣ эти сдѣлки на нашихъ бир-

[1]) *Невзоровъ*, назв. соч., т. I, стр. 61.

жахъ и въ настоящее время, хотя онѣ и не пользуются охраной и защитой со стороны биржевыхъ комитетовъ и совѣта фондоваго отдѣла. Но нерегулированныя закономъ, совершенно игнорируемыя биржевыми правилами, всѣ эти сложныя сдѣлки на срокъ не могли пріобрѣсти у насъ какихъ-либо своеобразныхъ чертъ, какихъ-либо отличительныхъ свойствъ въ способахъ ихъ заключенія и ликвидаціи; иностранный цвѣтокъ, цѣликомъ пересаженный на русскую почву,—сдѣлки эти ничѣмъ не отличаются отъ такихъ же сдѣлокъ, широко развитыхъ на западѣ, и юридическая природа ихъ не требуетъ, поэтому, особаго спеціальнаго изложенія: она изслѣдована уже въ статьѣ проф. *Heilfron'a* и *E. Feld'a*

Переходимъ, поэтому, къ вопросу объ *исполненіи биржевыхъ сдѣлокъ*. *Мѣсто* исполненія таковыхъ въ отношеніи цѣнностей признается, по общему правилу, тамъ же, гдѣ сдѣлка заключена, если не обусловлено противное [1]), причемъ при отсутствіи назначенія по этому предмету продавецъ обязанъ доставить бумаги въ принадлежащія покупателю помѣщенія [2]). *Время* исполненія въ отношеніи кассовыхъ сдѣлокъ указано уже выше, срочныя же сдѣлки, въ отличіе отъ требованія западно-европейскихъ биржъ, могутъ быть заключаемы на опредѣленное число мѣсяца, на первую или вторую половину онаго, на одинъ или нѣсколько полныхъ мѣсяцевъ, а также на середину (medio) или конецъ (ultimo) мѣсяца. Сдача бумагъ по сдѣлкѣ, заключенной на опредѣленное число, производится безъ предварительнаго о семъ сообщенія, въ условленный день, а если этотъ день не биржевой, то, въ отличіе отъ общаго порядка, не на слѣдующій день, а наканунѣ условленнаго. При сдѣлкахъ, заключенныхъ на одинъ или нѣсколько мѣсяцевъ или на какую-либо половину мѣсяца, объ исполненіи сдѣлки должно быть, по правиламъ фондоваго отдѣла петроградской биржи, сдѣлано письменное заявленіе, согласно условію, покупателемъ или продавцомъ за 5 дней до дня, назначеннаго для сдачи, каковымъ могутъ быть всѣ биржевые дни недѣли. Если же по сдѣлкѣ, заключенной на опредѣленный мѣсяцъ, заявленія о сдачѣ или принятіи не послѣдовало въ теченіе всего мѣсяца, то сдача и разсчетъ производятся въ послѣд-

[1]) Правила СПБ. Биржи, ч. I, § 2, ч. II, § 2; московской—§ 2, рижской—§ 100, и др.

[2]) Правила московской биржи, § 2, Рѣш. сената 3 сент. 1873 г. по д. Гундеггеръ.

ній день мѣсяца. Наконецъ, сдѣлки на середину (medio) или конецъ (ultimo) мѣсяца ликвидируются въ заранѣе установленные для этого совѣтомъ фондоваго отдѣла дни, которые и указываются въ табель-календарѣ петроградской биржи [1]).

Самое исполненіе заключенной сдѣлки должно быть произведено во всемъ согласно условіямъ договора. На случай же отсутствія таковыхъ спеціальныхъ условій „Правилами“ биржъ установлены слѣдующія, приблизительно общія, требованія, при соблюденіи коихъ *исполненіе считается надлежащимъ*. Такъ, при фондовыхъ сдѣлкахъ требуется, чтобы бумаги сдавались въ неповрежденномъ видѣ, годными къ обращенію, дивидендныя—обязательно съ текущими во время совершенія сдѣлки купонами, а процентныя—съ купонами или же съ вычетомъ стоимости недостающаго купона изъ суммы счета [2]); при продажѣ цѣнныхъ бумагъ, могущихъ быть именными и на предъявителя, покупатель въ правѣ требовать сдачи проданныхъ бумагъ въ послѣднемъ видѣ, при сдачѣ же цѣнныхъ бумагъ именныхъ продавецъ обязанъ выполнить всѣ формальности, требуемыя подлежащими уставами или положеніями для перехода этихъ бумагъ на имя покупателя [3]); продавецъ также въ теченіе мѣсяца гарантируетъ покупателя въ томъ, что сданныя бумаги не вышли въ тиражъ, за исключеніемъ случая, когда сдача бумагъ происходитъ въ день тиража [4]).

На западѣ, какъ мы знаемъ, *ликвидація* биржевыхъ сдѣлокъ строится на принципѣ зачета взаимныхъ требованій и происходитъ чрезъ особыя ликвидаціонныя бюро, связывающія между собою первое и послѣднее звено длинной цѣпи контрагентовъ—сдатчика и пріемщика—и облегчающихъ расчетъ между ними и всѣми прочими контрагентами путемъ установленія расчетнаго курса, по которому промежуточные члены уплачиваютъ свои разницы.—На нашихъ биржахъ ликвидаціонныхъ учрежденій не имѣется; отчасти ихъ замѣняютъ образованные при нѣкоторыхъ конторахъ Государственнаго банка расчетные отдѣлы, созданные для облегченія денежныхъ расчетовъ между кредитными учрежденіями. Учрежденія, совершающія между собою сдѣлки, состоя участниками расчетнаго отдѣла, ликвидируютъ ежедневно свои

---

[1]) Правила СПБ. биржи, ч. I, § 10—14, ч. II, § 4.

[2]) Правила СПБ. биржи, ч. II, §§ 6, 9, 11; Московской биржи §§ 3, 7, 9, 10.

[3]) Правила Московской биржи §§ 11, 14; СПБ. биржи ч. II, § 13 и др.

[4]) Правила Москов. биржи § 13 и прим. къ § 13; СПБ.—§ 10; Рижской—§ 113 и др.

взаимные расчеты, вмѣсто платежей наличными деньгами, лишь путемъ зачетовъ и перенесенія соотвѣтственнымъ образомъ требованій и платежей, т. е. вообще денежныхъ суммъ со счета одного на счета другихъ участниковъ отдѣла; наличными же (чеками на Государственный банкъ) вносится лишь причитающаяся съ даннаго учрежденія разница. Тамъ же, гдѣ расчетныхъ отдѣловъ не имѣется, равно какъ между контрагентами, не состоящими участниками отдѣловъ, ликвидація производится непосредственно передачей цѣнностей или, при обоюдномъ согласіи,—уплатой соотвѣтственнымъ контрагентомъ разницы между обусловленной и рыночной цѣной бумаги.

Но если въ обусловленный для реализаціи день конъюнктура для одного изъ контрагентовъ складывается неблагопріятно, и послѣдній надѣется, что въ дальнѣйшемъ она измѣнится въ благопріятную для него сторону, то, какъ и на западѣ, онъ можетъ прибѣгнуть къ *пролонгаціи* сдѣлки, которая совершается двоякимъ образомъ: либо при согласіи другой стороны, путемъ отсрочки момента исполненія сдѣлки на опредѣленный промежутокъ времени, либо путемъ *„репорта“*. Хотя ни о простой сдѣлкѣ пролонгаціи, ни о „репортѣ“ (сущность коего изложена уже въ статьѣ проф. *Heilfron'a*) ни въ законѣ, ни въ правилахъ нашихъ фондовыхъ биржъ совершенно не упоминается, тѣмъ не менѣе, оба вида пролонгаціи сдѣлокъ, за силой ст. 1530 зак. гражд. [1]), вполнѣ у насъ допустимы, фактически часто на нашихъ биржахъ встрѣчаются и пользуются признаніемъ со стороны какъ биржевыхъ установленій, такъ и судебной практики (опред. суд. д-та по д. Сувчинскаго, 1906 г., № 1198). Указанное опредѣленіе интересно еще и въ томъ отношеніи, что оно выясняетъ точку зрѣнія сената на юридическую природу репорта, вопросъ о коей имѣетъ весьма важное практическое значеніе въ виду того, что нѣкоторые юристы, какъ на западѣ, такъ и у насъ [2]), признаютъ въ репортѣ заемъ подъ залогъ процентныхъ бумагъ и соотвѣтственно съ симъ квалифицируютъ права и обязанности участниковъ репорта. Между тѣмъ, сенатъ находитъ, что „подъ репортомъ подразумѣвается сдѣлка покупки бумагъ на наличныя деньги и перепродажи ихъ на срокъ, обыкновенно принятый на

[1]) Ст. 1530. „Договаривающимся сторонамъ оставляется на волю включать въ договоръ, по обоюдному согласію и по ихъ усмотрѣнію, всякія условія, законамъ не противныя, какъ-то: условія о срокѣ, о платежѣ, о неустойкѣ, объ обезпеченіяхъ и тому подобныя“.

[2]) *Гольмстенъ*. Очерки по торг. праву, стр. 180.

биржѣ 15-тидневный, иногда по соглашенію болѣе продолжительный". Такимъ образомъ, репортеръ (т. е. лицо, покупающее бумаги отъ кого-либо для обратной перепродажи ихъ ему же на срокъ) является не залогодержателемъ бумагъ, а собственникомъ и, какъ таковой, несетъ на себѣ рискъ случайной гибели бумагъ, оставляетъ въ свою пользу проценты и дивиденды, причитающіеся за время до сдачи, извлекаетъ всѣ личныя права изъ обладанія врученными ему акціями, т. е. становится акціонеромъ, пользуется правомъ личнаго участія въ общихъ собраніяхъ и несетъ также отвѣтственность по невполнѣ оплаченнымъ акціямъ.

Съ наступленіемъ срока, либо первоначально обусловленнаго, либо пролонгированнаго, наступаетъ все же необходимость сдѣлку *ликвидировать:* сдать цѣнности для одной стороны и принять ихъ—для другой. Каковы же *послѣдствія неисполненія* принятыхъ на себя обязательствъ одной изъ сторонъ? Отвѣтъ на этотъ вопросъ мы находимъ какъ въ правилахъ биржъ [1]), такъ и въ общихъ гражданскихъ законахъ [2]) и въ судебной практикѣ спеціально по биржевымъ дѣламъ [3]). Въ случаѣ неисполненія сдѣлки въ надлежащій срокъ, исправный контрагентъ въ правѣ обратиться послѣ 3-хъ часовъ дня, назначеннаго для сдачи, съ письменнымъ требованіемъ къ неисправной сторонѣ объ исполненіи сдѣлки на слѣдующій день—до 3-хъ часовъ (въ Петроградѣ) и до 12-ти час. дня (въ Москвѣ).—Если означенное требованіе выполнено не будетъ, и до указаннаго часа въ слѣдующій биржевой день реализаціи сдѣлки не послѣдуетъ, то исправный контрагентъ въ правѣ приступить къ покупкѣ или продажѣ составлявшихъ предметъ сдѣлки цѣнностей, при посредствѣ маклера, въ ближайшемъ биржевомъ собраніи, за счетъ неисправной стороны и требовать отъ нея уплаты ему разницы между цѣной, по которой была заключена сдѣлка, и тою, по которой состоялась вынужденная покупка или продажа, съ прибавленіемъ къ этому маклерскаго куртажа, а по московскимъ правиламъ—и процентовъ за просрочку въ размѣрѣ 6 % годовыхъ. Объ означенной покупкѣ или продажѣ тотъ, за чей счетъ она производится, долженъ быть извѣщенъ письменно не позже слѣдующаго

---

[1]) Правила СПБ. биржи ч. I, § 18, ч. II, § 19; московской—§ 27; московской хлѣбной—§§ 35—38; Калашниковской—§§ 35—38; Правила для фондоваго отдѣла при СПБ. биржѣ—§ 7 и др.

[2]) Т. X, ч. I св. зак., ст.ст. 569, 570, 572, 1536, 1537 и др.

[3]) Рѣш. суд. д-та 1899 г. № 124, 1891 г. № 466 и др.

за симъ дня. Согласно опредѣленію сената (1899 г. № 124), фактическая реализація сдѣлки за счетъ неисправнаго контрагента на слѣдующій день послѣ срока исполненія таковой составляетъ право другого контрагента, которымъ онъ можетъ воспользоваться или не воспользоваться, отложивъ дѣйствительное пріобрѣтеніе бумагъ на другой срокъ, или вовсе отказавшись; но во всякомъ случаѣ, въ отношеніи отвѣтственности неисправнаго контрагента, разсчетъ долженъ быть чинимъ на основаніи только курса того дня, въ который наступило для другого контрагента право купить или продать за счетъ перваго. Означенное положеніе вновь подтверждено судебнымъ департаментомъ сената въ позднѣйшемъ опредѣленіи, отъ 8 декабря 1914 г. за № 3738 (по дѣлу Трейблюта съ Стембо). Въ указанномъ опредѣленіи сенатъ разрѣшаетъ и другой, весьма существенный вопросъ, а именно: имѣетъ-ли покупатель, въ случаѣ неисправности продавца, помимо требованія возмѣщенія убытковъ, исчисляя размѣръ таковыхъ вышеустановленнымъ способомъ, также и альтернативное право на обязаніе продавца сдать проданныя имъ акціи въ натурѣ? Признавая, что сдѣлка купли-продажи акцій, какъ сдѣлка неимѣющая своимъ объектомъ индивидуально опредѣленное имущество, само по себѣ не можетъ сообщить права собственности на нихъ покупщику, сенатъ рѣшаетъ этотъ вопросъ отрицательно и находитъ, что покупщикъ можетъ искать лишь убытки въ размѣрѣ разницы между условленной цѣной и стоимостью акцій въ слѣдующій день послѣ послѣдняго срочнаго дня. На товарныхъ биржахъ, при неисполненіи или при ненадлежащемъ исполненіи сдѣлки продавцемъ, покупатель имѣетъ право либо отступиться отъ договора и требовать отъ продавца возмѣщенія убытковъ и расходовъ, либо принять поставленный ненадлежащаго качества товаръ со скидкой по установленной арбитражной комиссіей расцѣнкѣ, либо, наконецъ, потребовать отъ продавца доставки надлежащаго товара, по сдѣлкѣ съ наличнымъ товаромъ—въ теченіе сутокъ, а по сдѣлкѣ срочной—въ теченіе 3-хъ сутокъ, съ тѣмъ, чтобы при неисполненіи сего продавцомъ въ теченіе слѣдующихъ сутокъ приступить къ покупкѣ обусловленнаго товара за счетъ продавца. При неисправности же покупателя продавецъ въ правѣ либо помѣстить товаръ въ складъ за счетъ покупателя, либо за его же счетъ продать, причемъ покупатель въ обоихъ случаяхъ обязанъ возмѣстить продавцу разницу въ цѣнѣ и прочіе причиненные неисполненіемъ сдѣлки расходы. О сдѣланномъ выборѣ той или другой мѣры исправные продавецъ или покупа-

тель обязаны увѣдомить другую сторону и одновременно довести о семъ до свѣдѣнія биржевого комитета. Биржевой комитетъ, или замѣняющія его на многихъ биржахъ арбитражныя комиссіи или биржевые суды [1]), а также совѣтъ фондоваго отдѣла при петроградской биржѣ и являются первой и главнѣйшей инстанціей для *рѣшенія всякихъ споровъ*, возникающихъ при исполненіи сдѣлокъ, и для побужденія неисправной стороны къ удовлетворенію своего контрагента на основаніи вышеприведенныхъ правилъ. Постановленія совѣта по сему поводу подлежатъ немедленному исполненію, карательныя же мѣры, находящіяся въ распоряженіи совѣта, простираются отъ предостереженій и временнаго запрещенія посѣщать биржу до полнаго исключенія изъ числа дѣйствительныхъ членовъ отдѣла или постоянныхъ посѣтителей. Недовольная рѣшеніемъ совѣта сторона можетъ обращаться, согласно § 6 гл. X Правилъ для фондоваго отдѣла, къ коронному суду, но обращеніе къ таковому безъ предварительнаго обращенія къ защитѣ совѣта отдѣла влечетъ за собою также исключеніе изъ числа дѣйствительныхъ членовъ или постоянныхъ посѣтителей. Въ этой особой защитѣ биржевыхъ сдѣлокъ своимъ же корпоративнымъ судомъ и состоитъ огромное преимущество биржевыхъ сдѣлокъ сравнительно съ торговыми сдѣлками обще-гражданскаго характера: благодаря своему суду, биржевыя сдѣлки гораздо быстрѣе регулируются, въ основу рѣшеній этого суда полагаются биржевые же правила и обычаи, и мѣры принужденія къ исполненію рѣшенія суда настолько серьезны, что представляютъ достаточныя гарантіи подчиненія таковымъ всѣхъ членовъ биржи.

При обращеніи же стороны, недовольной рѣшеніемъ совѣта фондоваго отдѣла, къ суду обще-гражданскому, ей надлежитъ предъявить искъ въ судѣ коммерческомъ, коему, согласно ст. 40—42 уст. суд. торг., подсудны, вообще, всѣ спорныя дѣла по обязательствамъ и договорамъ, торговлѣ свойственнымъ, и въ частности, „дѣла по торговымъ обязательствамъ, заключаемымъ при биржѣ, посредствомъ маклерскихъ записокъ“. Коммерческіе суды въ рѣшеніяхъ своихъ руководствуются уставомъ торговымъ, законами гражданскими и обычаями,—слѣдовательно, въ отношеніи биржевыхъ сдѣлокъ—обычаями и правилами биржевыми. Апелляціонной инстанціей является судебный департаментъ

[1]) Смотри матеріалы о биржевомъ судѣ на Калашниковской биржѣ, собранные въ книгѣ *А. Волкова* „Биржевое право“. СПБ. 1905 г.

Правительствующаго Сената, съ практикой коего по дѣламъ, касающимся различныхъ биржевыхъ сдѣлокъ, мы познакомились уже выше. *Судебная защита*, какъ мы видѣли, гарантирована у насъ не только сдѣлкамъ кассовымъ, но и срочнымъ, и даже сдѣлкамъ на разность, за указанными въ ст. 1401[1] т. X, ч. 1 исключеніями [1]). Но въ отношеніи сдѣлокъ на разность вопросъ

---

[1]) Вопросъ о томъ, тождественна ли разрѣшенность закономъ биржевыхъ сдѣлокъ на разность (несомнѣнная послѣ отмѣны въ 1893 г. п. 2 ст. 2167, т. X, ч. 1) съ предоставленіемъ таковымъ сдѣлкамъ права на судебную защиту,—явился предметомъ недавняго рѣшенія Сената (по отдѣленію гражд. касс. деп.), неподлежащаго опубликованію въ сборникѣ. Поэтому приводимъ это рѣшеніе in extenso.—Обстоятельства дѣла слѣдующія. Въ основаніе иска, предъявленнаго въ Кіевскомъ Окружномъ Судѣ Гепперомъ къ т-ству Джуринскаго сах. завода, была положена сдѣлка такого содержанія: товарищество „гарантировало“ Гепперу на 50.000 пуд. рафинада среднюю чистую годовую цѣну за 1907 / 1908 операціонный годъ въ 5 руб. 4½ коп. за пудъ; а именно, если показанная въ годовомъ отчетѣ Кіевскаго рафинаднаго завода за 1907 / 1908 годъ цѣна будетъ ниже 5 р. 4½ коп., то т-во обязалось уплатить Гепперу разницу между цѣной, объявленной въ отчетѣ и обусловленной по сдѣлкѣ, и наоборотъ. Цѣна въ дѣйствительности оказалась ниже обусловленной, но т-ство отъ добровольной уплаты разницы отказалось, вслѣдствіе чего Гепперъ предъявилъ къ нему искъ. На судѣ отвѣтчикъ ссылался на спекулятивный характеръ сдѣлки и указывалъ, что разрѣшенность сдѣлки закономъ еще недостаточна для признанія ея облеченной защитой суда: вѣдь по ст. 2014 и 2019, т. X, ч. 1, долгъ по игрѣ недѣйствителенъ внѣ зависимости отъ того, дозволенная ли была игра или недозволенная.—Окружный Судъ въ подробно мотивированномъ рѣшеніи отказалъ въ искѣ, ссылаясь на отсутствіе дѣйствительнаго перехода цѣнностей по сдѣлкѣ и на ея спекулятивный характеръ (рѣшеніе это напечатано въ *„Правѣ“*, 1910 г., № 18, въ видѣ статьи подъ заглавіемъ „Сдѣлки на разность“). Судебная Палата, напротивъ, удовлетворила искъ, признавъ сдѣлку непредусмотрѣннымъ въ нашемъ законодательствѣ, но тѣмъ не менѣе вполнѣ допустимымъ *договоромъ гарантіи*. Въ Сенатѣ дѣло слушалось 15 апрѣля 1914 г.; состоявшееся опредѣленіе гласитъ: „Выслушавъ заключеніе исп. об. товарища оберъ-прокурора и повѣренныхъ сторонъ, присяжныхъ повѣренныхъ Шатуновскаго и Шефтеля, и принимая во вниманіе: 1) что всякій договоръ, хотя и неподходящій подъ одинъ изъ предусмотрѣнныхъ въ законѣ отдѣльныхъ видовъ договоровъ, признается дѣйствительнымъ, если только цѣль его не противна закону, благочинію или общественному порядку (рѣш. 1912 г. № 80, 1899 г. № 68); 2) что къ числу таковыхъ договоровъ принадлежитъ и непредусмотрѣнный положительно дѣйствующимъ закономъ, но встрѣчающійся въ гражданскомъ и торговомъ оборотѣ договоръ гарантіи, т. е. соглашеніе, въ силу котораго одна сторона беретъ на себя отвѣтственность за наступленіе или ненаступленіе извѣстнаго обстоятельства, непосредственно отражающагося на томъ или иномъ предпріятіи, либо на промысловой или вообще экономической дѣятельности другой стороны; этой связью съ предпріятіемъ либо промысловой или экономической дѣятельностью стороны и своимъ вспомогательнымъ, служебнымъ отношеніемъ договоръ гарантіи отличается отъ договора пари и отъ игры на разницу, въ виду чего вопросъ о дѣйствительности договора гарантіи разрѣшается независимо отъ того, пользуются ли по дѣйствующему законодательству защитою закона и суда всякія вообще

въ будущемъ грозитъ нѣкоторыми осложненіями. Внесенный 13 октября 1913 года въ Государственную Думу проектъ „Обязательственнаго права“ (кн. V Гражданскаго Уложенія), охраняя биржевыя сдѣлки на срокъ (ст. 212) [1]), категорически отказываетъ въ судебной защитѣ сдѣлкамъ на разность. Согласно ст. 1105—1107 проекта, подобно обязательствамъ, возникшимъ изъ игры, не пользуются судебной защитой и такія „срочныя сдѣлки, имѣющія своимъ предметомъ товары или процентныя либо иныя цѣнныя бумаги, которыя, по намѣренію обѣихъ сторонъ, или только одной изъ нихъ, совершаются не съ цѣлью дѣйствительной покупки или продажи означенныхъ предметовъ, а лишь для полученія или уплаты разницы между условленною цѣною и рыночною или биржевой цѣной, существующею въ срокъ исполненія сдѣлки“. Въ объяснительной запискѣ къ указаннымъ статьямъ редакціонная комиссія по составленію проекта гражданскаго уложенія не отрицаетъ, что „по взгляду, господствующему нынѣ въ наукѣ, ограничительныя мѣры законодательства противъ сдѣлокъ на разность являются нежелательными“, что

сдѣлки на разницу; 3) что Судебная Палата установила, что сдѣлка 27 апрѣля 1907 г. есть договоръ гарантіи и, хотя далѣе въ обжалованномъ рѣшеніи и содержится несомнѣнно ошибочное указаніе на то, что соглашеніе о гарантіи состоялось во поводу конкретной сдѣлки продажи Гепнеромъ Джуринскому заводу своего запаса сахарнаго песку, но вмѣстѣ съ тѣмъ изъ другихъ установленныхъ Судебною Палатою обстоятельствъ явствуетъ съ вполнѣ достаточною опредѣленностью, что сдѣлка 27 апрѣля 1907 г., хотя и не касалась какого-либо конкретнаго договора продажи сахарнаго песку, но находилась въ ближайшей связи съ промысловою дѣятельностью обѣихъ сторонъ по производству и продажѣ сахара и имѣла своею цѣлью уменьшеніе того риска, который обѣ стороны несутъ при означенной своей дѣятельности, каковая цѣль не находится въ противорѣчіи съ какимъ-либо запретительнымъ правиломъ закона; 4) что при этихъ условіяхъ, несмотря на допущенную Судебною Палатою при установленіи фактической стороны дѣла ошибку, заключенія ея о дѣйствительности состоявшагося между сторонами договорнаго соглашенія, а равно о томъ, что оно не противорѣчитъ содержанію § 23 устава Товарищества Джуринскаго завода, представляются въ окончательномъ выводѣ правильными, вслѣдствіе чего отмѣченный недостатокъ ея рѣшенія не можетъ служить достаточнымъ поводомъ къ его отмѣнѣ,—Правительствующій Сенатъ опредѣляетъ: кассаціонную жалобу повѣреннаго Товарищества Джуринскаго свеклосахарнаго завода, присяжнаго повѣреннаго Гольденвейзера, оставить безъ послѣдствій, о чемъ Кіевской Судебной Палатѣ, съ возвращеніемъ дѣла, дать знать указомъ“.

[1]) Ст. 212. „При продажѣ товаровъ на точно опредѣленный срокъ несоблюденіе продавцомъ этого срока даетъ покупщику право отступиться отъ договора и требовать вознагражденія за убытки или уплаты разницы между условленной покупной цѣной и рыночной или биржевой цѣной имущества ко времени, назначенному сторонами для исполненія договора...“

„торговый оборотъ не можетъ обойтись безъ серьезныхъ срочныхъ сдѣлокъ, между тѣмъ отличить послѣднія отъ сдѣлокъ, разсчитанныхъ исключительно на разность, представляется невозможнымъ“, и тѣмъ не менѣе, „законъ долженъ—утверждаетъ комиссія—запрещать подобныя сдѣлки, какъ вредныя для общественной нравственности, и не давать имъ судебной защиты, хотя бы такимъ запрещеніемъ заключеніе сдѣлокъ этого рода на практикѣ и не всегда устранялось“. Столь суровое отношеніе проекта къ сдѣлкамъ на разность могло бы весьма печально отразиться на срочныхъ сдѣлкахъ вообще, если бы въ самомъ текстѣ закона не было подчеркнуто, что рѣчь идетъ исключительно о вполнѣ доказанныхъ фиктивныхъ сдѣлкахъ на разность, и если бы сама комиссія въ той же объяснительной запискѣ не признавала далѣе, что, „въ виду трудности различить между дѣйствительными и фиктивными срочными сдѣлками, представляется весьма вѣроятнымъ, что сдѣлки, разсчитанныя исключительно на разность, будутъ скорѣе признаваться при спорѣ дѣйствительными, а не наоборотъ, что серьезныя срочныя сдѣлки будутъ признаваться за сдѣлки, имѣющія цѣлью полученіе одной лишь разницы въ цѣнѣ“. И дѣйствительно, разъ сдѣлка, совершенная на биржѣ,—слѣдовательно, между людьми, причастными къ биржевой торговлѣ и не внушающими потому сомнѣнія въ торговомъ характерѣ сдѣлки,—не будетъ заключена, буквально и исключительно для полученія лишь курсовой разницы,—доказать на судѣ, что это—сдѣлка не срочная, а фиктивная, на разность будетъ болѣе, чѣмъ трудно,—почти невозможно. Срочнымъ же сдѣлкамъ судебная защита, согласно ст. 212 проекта, какъ мы видѣли, обезпечена, даже при требованіи одной изъ сторонъ лишь причитающейся разницы, а потому, если статьямъ 1105—1107 проекта и суждено будетъ стать закономъ, то и тогда существованію срочныхъ сдѣлокъ, во всѣхъ ихъ разновидностяхъ, не будетъ грозить никакой опасности, и судебной защиты окажутся лишенными только сдѣлки, явно, воочію заключенныя исключительно для полученія одной лишь разницы; а такія сдѣлки, въ коихъ означенная цѣль была бы дословно выражена въ договорѣ контрагентовъ, фактически не встрѣчаются и въ настоящее время.—Положеніе вещей, такимъ образомъ, останется почти безъ измѣненій, и всѣмъ биржевымъ сдѣлкамъ и впредь будетъ, очевидно, гарантирована та же, что и нынѣ, судебная защита.

Литература: *Невзоровъ, А.* Русскія биржи. В. I—IV. 1898—901 г.г.—*Филипповъ, Ю. Д.* Биржа. 1912 г.—*Волковъ, А.* Биржевое право. 1905 г.—*Богомъповъ, М., Мукосѣевъ, В.* и *Зивъ, В.* Русскія биржевыя цѣнности 1914—15 г.—*Васильевъ, А.* Биржевая спекуляція. 1912 г.—*Лексисъ, В.* Торговля. Ч. 2. Фондовая биржа, подъ ред. М. И. Боголѣпова. 1915 г.—*Малышевъ, Н.* О биржевыхъ фондовыхъ сдѣлкахъ („Ж. гр. и торг. пр." 1871 г., № 3)—*Радловъ, А.* Сдѣлки на разность („Ж. гр. и торг. пр." 1871 г., № 1)—*Цитовичъ, П.* Учебникъ торговаго права. 1893 г.—*Гольмстенъ, А.* Очерки по русскому торговому праву, 1895.—*Шершеневичъ, Г.* Курсъ торговаго права. Т. II. 1908 г.—*Федоровъ, А.* Торговое право. 1911 г.—*Побѣдоносцевъ, К.* Курсъ гражданскаго права. Т. III 1896 г.—*Мейеръ, Д.* Русское гражданское право. Изд. 9-е. 1915 г.—*Гессенъ, Я.* Уставъ торговый. Изд. 2-е. 1914 г.—*Добровольскій А.* и *Беръ Н.* Практика бывш. 4-го и Суд. деп—товъ Пр. Сената по торговымъ дѣламъ. Т. II. 1914 г.—Уставы биржъ.—Правила для сдѣлокъ по покупкѣ и продажѣ иностранныхъ валютъ, фондовъ и акцій на СПБ. биржѣ.—Правила для сдѣлокъ по покупкѣ и продажѣ цѣнныхъ бумагъ, золота и серебра на московской биржѣ.—Правила биржевой торговли на московской хлѣбной биржѣ.—Правила биржевой торговли на Калашниковской хлѣбной биржѣ въ СПБ. и др.

Биржа и банки.

Статья проф. **М. И. Боголѣпова.**

Изстари биржа была настолько важнымъ народно-хозяйственнымъ органомъ, что выясненіе ея позиціи и ея взаимоотношеній съ другими народно-хозяйственными институтами и организаціями представляетъ выдающійся интересъ. Въ особенности же важно и необходимо выясненіе отношеній фондовой биржи къ банкамъ краткосрочнаго кредита, такъ какъ и биржи, и банки являются органами одного и того же рынка капиталовъ. Система взаимоотношеній банковъ и биржи опредѣляетъ характеръ и поведеніе даннаго рынка капиталовъ. Недавніе разговоры о „кризисѣ биржи“, въ концѣ концовъ, сводятся къ вопросу о сущности взаимоотношеній между биржей и банками.

Обычныя представленія о биржѣ и банкахъ покоятся на нѣсколько отвлеченномъ и, можно сказать, идеалистическомъ основаніи. Рынокъ капиталовъ въ этомъ представленіи уподобляется міру „монадъ“ Лейбница; эти монады, какъ атомы цѣлаго, движутся въ стройномъ порядкѣ, осуществляя высшую гармонизирующую волю, выполняя предуставленный планъ. Но при болѣе внимательномъ отношеніи къ дѣйствительности легко можно увидѣть, что „harmonia praestabilita“ по отношенію къ рынку капиталовъ является чистѣйшимъ миѳомъ. Экономическіе законы, которыми управляется рынокъ капиталовъ, во-первыхъ, являются результатомъ напряженной борьбы отдѣльныхъ и часто противоположныхъ интересовъ, а, во-вторыхъ, эти законы довольно измѣнчивы. Обыкновенно биржу представляютъ, какъ высшій рынокъ, всеобъемлющій, руководящій и независимый; банки же низводятся на роль служебнаго органа биржевого рынка. Директивы идутъ отъ биржи, выполняются же онѣ банками. Биржа сильнѣе банковъ, сила биржи проявляется не только по отношенію къ такъ называемымъ биржевымъ цѣнно-

стямъ, но и ко всѣмъ другимъ цѣннымъ бумагамъ, которыя оказались или недостойными биржевого паркета, или еще не созрѣли настолько, чтобы попасть въ избранное биржевое общество.

Конечно, такія представленія наивны, но тѣмъ не менѣе они живучи настолько, что научная литература съ трудомъ разстается съ ними, и до сихъ поръ она фиксируетъ свое вниманіе на оффиціальной биржѣ, какъ на самодовлѣющемъ организмѣ, какъ бы не замѣчая, что биржа давно уже окружена фальшивыми биржами, биржеподобными организаціями, и что кредитныя учрежденія уже давно и въ большихъ размѣрахъ выполняютъ биржевыя функціи. Издали работа банковъ и биржи можетъ, пожалуй, показаться согласной и стройной; вблизи же не трудно замѣтить, что и въ этой области, какъ и повсюду, царитъ живая борьба, въ результатѣ которой одни выигрываютъ, другіе обязательно проигрываютъ. Биржа и банки давно уже стали на положеніе партнеровъ въ карточной игрѣ. Это обстоятельство имѣетъ крупнѣйшее общественное значеніе. Нельзя забывать, что тотъ рынокъ капиталовъ, на которомъ возвышаются биржи и банки, состоитъ изъ живыхъ людей, связанныхъ съ рынками самыми существенными и часто насущными интересами. Эти живые люди часто безпомощны передъ теченіями рынка, передъ его колебаніями и вынуждены воспринимать вліянія рынка, какъ удары слѣпой судьбы. Неисправности механизма рынка, тренія его отдѣльныхъ частей, перемѣщенія центра тяжести, все это и многое другое обязательно сопровождается индивидуальными ущербами и выигрышами.

Оставаясь въ предѣлахъ вопроса о взаимоотношеніяхъ биржи и банковъ, прежде всего слѣдуетъ замѣтить, что эти отношенія отнюдь нельзя считать за постоянную величину. Кромѣ того, нельзя думать, что взаимоотношенія между биржей и банками во всѣхъ странахъ складываются по одному общему шаблону. Въ дѣйствительности позиція биржи на рынкѣ капиталовъ мѣняется во времени, а, кромѣ того, въ различныхъ странахъ биржи занимаетъ различныя мѣста въ системѣ кредитнаго оборота. Между биржей въ Лондонѣ и биржей въ Петроградѣ, пожалуй, больше различій, нежели сходства. Биржа Лондона въ началѣ прошлаго вѣка и та же самая биржа въ наши дни представляютъ собою различныя величины. Биржи первоклассnаго типа, напр., имѣющія міровое значеніе биржи Лондона и Парижа и въ наши дни отличаются между собою рѣзко выраженными индивидуальными чертами.

Прежде всего мѣняется съ теченіемъ времени сама биржа.

Хорошо извѣстно, что среди цѣнныхъ бумагъ, составляющихъ объектъ биржевой дѣятельности, долгое время исключительное мѣсто принадлежало государственнымъ фондамъ. Фондовыя биржи прежде всего и больше всего своимъ развитіемъ обязаны росту государственнаго кредита. Въ этомъ отношеніи между рынкомъ капиталовъ, между банками и биржами существуетъ полная аналогія: все это обязано своимъ развитіемъ государственному кредиту. Въ срединѣ прошлаго вѣка въ оборотѣ на лондонской биржѣ значилось 300 цѣнностей. Въ началѣ текущаго столѣтія это число поднялось до 4.000. Совершенно ясно, что биржа съ 300 цѣнностями и биржа съ 4.000 бумагами мало походятъ другъ на друга. Но измѣненія, отмѣчаемыя для лондонской биржи, далеко выходятъ за предѣлы количественныхъ. Биржевой оборотъ заполнился частными цѣнными бумагами, среди которыхъ видное мѣсто заняла торгово-промышленная акція. Въ составѣ лондонскихъ биржевыхъ цѣнностей вошло множество иностранныхъ бумагъ. Если мы обратимъ вниманіе на отношенія частныхъ банковъ къ государственнымъ облигаціямъ и рентамъ съ одной стороны, а съ другой—на ихъ отношенія къ торгово-промышленнымъ акціямъ, то замѣтимъ существенныя различія въ поведеніи кредитныхъ учрежденій. По отношенію къ государственнымъ фондамъ банки являются только въ роли наемныхъ посредниковъ при эмиссіи; по отношенію же къ акціямъ банки весьма часто сами являются эмиттентами или патронами. Если банкъ выпускаетъ акціи или патронируетъ ихъ выпускъ, то естественно, что его заботы и попеченіе не оканчиваются съ выпускомъ акцій, а продолжаются и тогда, когда акціи поступили въ биржевой оборотъ. Въ силу этого, у банковъ создается особая заинтересованность въ биржѣ, на которой обращается масса торгово-промышленныхъ акцій. Финансированіе банками предпріятій создаетъ новыя и прочныя связи между банкомъ и акціями. Заполненіе биржевого оборота акціями сильно приближаетъ банки къ биржамъ и возбуждаетъ въ банкахъ особую активность по отношенію къ биржѣ. Такимъ образомъ, внѣдреніе акціи на биржу создавало почву для болѣе тѣснаго соприкосновенія банковъ, заинтересованныхъ въ торгово-промышленныхъ предпріятіяхъ, съ биржей, заполненной акціями.

Въ былыя времена фондовая биржа, дѣйствительно, была средоточіемъ рынка капиталовъ. Безъ участія биржи трудно

было осуществить сколько-нибудь значительную эмиссію. Въ настоящее время условія рынка капиталовъ въ этомъ отношеніи рѣзко измѣнились. Рынокъ капиталовъ страшно возросъ въ своихъ размѣрахъ, и биржевой оборотъ сдѣлался только частью общаго оборота съ цѣнными бумагами. Міровая эмиссія цѣнныхъ бумагъ въ эпоху франко-прусской войны въ пятилѣтіе составляла около 20 милліардовъ франковъ, за послѣдніе же годы эта цифра поднялась до 100 милліардовъ. Допущеніе цѣнныхъ бумагъ къ котировкѣ на оффиціальныхъ биржахъ, конечно, весьма значительно отстаетъ отъ приведенныхъ цифръ. Весьма многія бумаги никогда не появляются въ биржевомъ оборотѣ; много бумагъ долгое время находится на положеніи испытываемыхъ и попадаютъ на биржу лишь послѣ долгихъ попытокъ; наконецъ, многія бумаги вводятся на биржу только для номинальнаго, а не фактическаго обращенія на ней. Мы не будемъ затрагивать здѣсь вопроса о роли и значеніи каждой отдѣльной группы цѣнныхъ бумагъ, биржевыхъ и рыночныхъ, для насъ важно установить одинъ фактъ: биржевыя бумаги составляютъ только часть, и притомъ не самую значительную, общей массы обращающихся цѣнныхъ бумагъ. Во Франціи наряду съ оффиціальной биржей выросла такъ называемая „кулисса“, съ колоссальными оборотами, съ массой обращающихся на ней цѣнныхъ бумагъ. Альфредъ Неймаркъ называетъ кулиссу „оффиціознымъ рынкомъ“. Кулисса возникла потому, что рынокъ пересталъ удовлетворяться оффиціальной биржей, которая не можетъ, конечно, допускать къ себѣ цѣнности второго сорта. Но и кулисса, не смотря на свой относительный либерализмъ по сравненію съ паркетомъ, все-таки не смогла удовлетворить всѣхъ потребностей широкаго рынка капиталовъ Наряду съ оффиціальнымъ и оффиціознымъ рынками цѣнныхъ бумагъ, растетъ совершенно свободный рынокъ, который во Франціи принимаетъ биржеподобный характеръ и строй. Характерный признакъ оффиціальной биржи—періодическій выпускъ котировочнаго листа—усвоенъ и кулиссой, и свободнымъ рынкомъ. Свободный рынокъ включилъ въ себя значительную часть „шелудивыхъ“ (éruptives) цѣнностей, т. е. бумагъ, выпущенныхъ часто химерическими и надувательскими предпріятіями [1]). Во всѣхъ странахъ, гдѣ оборотъ съ цѣнными бумагами принялъ сколько-нибудь значитель-

[1]) *A. Neymarck.* Que doit on faire de son argent? Quatrième édition. Paris, 1913, p. 20.

ный характеръ, образуются свободныя биржи, подъ разнообразными названіями, напр., вечерняя биржа, уличная биржа и т. д. Кромѣ того, на паркетѣ оффиціальной биржи происходятъ сдѣлки со свободными цѣнностями, т. е. съ такими бумагами, которыя не были оффиціально допущены къ биржевой котировкѣ. Всѣ эти обстоятельства говорятъ за то, что въ позиціи оффиціальной биржи за послѣднее время произошли существенныя перемѣны, которыя сводятся къ тому, что биржа утрачиваетъ свое былое исключительное значеніе единаго центральнаго рынка капиталовъ. На рынкѣ развиваются не только центростремительныя, но и центробѣжныя теченія, въ водоворотѣ которыхъ старая биржа теряетъ свое значеніе, а новыя силы и организаціи выигрываютъ.

Свободныя биржеподобныя организаціи выигрываютъ на томъ, что онѣ обладаютъ значительнымъ просторомъ для своихъ дѣйствій, находясь внѣ какого бы то ни было контроля. Ниже мы увидимъ, что контроль надъ оффиціальной биржей, проведенный въ неумѣлой формѣ, способенъ заморозить биржу, затормозить ея развитіе. Свободныя биржи очень доступны—какъ для бумагъ, такъ и для публики. На оффиціальную биржу публика получаетъ доступъ только черезъ маклера, услуги котораго оплачиваются особыми пошлинами, часто довольно значительными. Маклерское посредничество носитъ обязательный и формальный характеръ. Обязательный характеръ маклерскаго института вытекаетъ изъ того, что публика не имѣетъ доступа на биржу. Но посредничество маклера формально, онъ—исполнитель даннаго порученія, независимо отъ того, *умно* ли это порученіе, или оно страдаетъ существенными и невыгодными для кліента дефектами. Маклеръ удобенъ былъ въ такое время, когда биржевой оборотъ, съ одной стороны, былъ заполненъ небольшимъ количествомъ однородныхъ государственныхъ фондовъ и малымъ числомъ акцій, съ другой—когда на биржу шли немногіе частные капиталисты, имѣвшіе возможность разобраться и въ бумагахъ, и въ сдѣлкахъ. Но эти условія къ нашему времени существенно измѣнились.

Въ настоящихъ условіяхъ биржевой бюллетень, особенно на крупныхъ биржахъ, заполненъ такой массой разнородныхъ, часто интернаціональныхъ бумагъ, что рядовой публикѣ стало весьма трудно разбираться во всѣхъ этихъ цѣнностяхъ. А между тѣмъ въ современныхъ условіяхъ пропагандируется и проводится въ жизнь система разнороднаго портфеля бумагъ. Въ

наше время рантье и капиталисты не безъ основаній избѣгаютъ односторонняго помѣщенія своихъ капиталовъ, а стремятся размѣстить ихъ въ разнообразныя бумаги, въ цѣляхъ такимъ размѣщеніемъ застраховать свой рискъ. Въ виду наличности колоссальнаго выбора цѣнныхъ бумагъ, причемъ высокая доходность бумагъ часто сопровождается значительнымъ рискомъ помѣщенія, капиталистическая публика, конечно, испытываетъ существенныя затрудненія. Затѣмъ, въ наше время помѣщенія сбереженій и свободныхъ капиталовъ въ цѣнныя бумаги должно совершаться и совершается по методу управленія, а не по методу простого храненія закупленныхъ цѣнныхъ бумагъ. Въ былое время, при наличности небольшого выбора изъ ассортимента рыночныхъ бумагъ, при преобладаніи на рынкѣ государственныхъ фондовъ, помѣщеніе капитала въ цѣнныя бумаги, обыкновенно, создавало только одну простую заботу—записи въ долговыя книги и т. п. Теперь этихъ средствъ недостаточно для рантье и капиталиста. Бумаги, какъ и всякое другое имущество, должны находиться въ неослабномъ управленіи. Это обстоятельство создаетъ почву для сближенія рантье и банковъ.

Современный биржевой оборотъ характеризуется не только чрезвычайнымъ обиліемъ цѣнныхъ бумагъ, но и быстро идущимъ процессомъ демократизаціи биржевой публики. Цѣнная бумага проникла въ такіе общественные слои, которые недавно еще стояли очень далеко отъ биржи и до сихъ поръ не отличаются особымъ развитіемъ. Такая публика нуждается въ руководителяхъ, въ опекѣ, она сама ищетъ этой опеки; на этой почвѣ выростаетъ желтая биржевая печать, сомнительныя банкирскія конторы, которыя удачно на Западѣ окрестили терминомъ: „лавочки для простофилей“ (bucketshops).

Всѣ эти условія приводятъ къ тому, что позиція биржи, какъ основного рынка, рѣзко измѣняется, и создается почва для образованія сильно замѣтной зависимости биржи отъ банковъ.

Вмѣстѣ съ тѣмъ, и сами банки на пространствѣ послѣдняго столѣтія не остаются на одной и той же позиціи. Банки видоизмѣняются гораздо быстрѣе, нежели биржи, связанныя традиціями, уставами и консерватизмомъ, столь присущимъ всякой замкнутой корпораціи. Банки свободнѣе въ своихъ дѣйствіяхъ, они не только быстрѣе подчиняются объективнымъ условіямъ и требованіямъ рынка, но и сами совершенно сознательно ставятъ себѣ цѣли, далеко уводящія ихъ отъ первоначальныхъ позицій. Въ былыя времена банки, существовавшіе, какъ правило, въ видѣ

единоличныхъ предпріятій, представляли собою независимыя другъ отъ другъ кредитныя учрежденія. Часто кліенетела такихъ банковъ была узко замкнутымъ кругомъ жителей данной мѣстности. Какъ бы ни былъ великъ капиталъ банка, какъ бы много кліентовъ ни имѣлъ данный банкъ, все же кругъ его вліяній былъ ограниченъ. Другія ограниченія шли отъ сосѣднихъ конкуррирующихъ банковъ. Такая конкурренція страховала интересы публики, причастной къ банкамъ и къ биржѣ. Биржевые маклеры представляютъ часто весьма сплоченную массу, почти синдикатъ; маклеръ мало подходитъ на роль совѣтчика, публика не найдетъ въ маклерѣ того, что она ищетъ при покупкѣ и продажѣ цѣнныхъ бумагъ, именно, такого совѣтника, которому можно довѣриться. Публика охотнѣе довѣрится банкиру, который, въ свою очередь, охотно дастъ совѣтъ. Но за послѣднія десятилѣтія въ банковомъ мірѣ мы наблюдаемъ усиленную концентрацію, устраняющую конкурренцію банковъ и создающую почву для образованія банковыхъ соглашеній и синдикатовъ. Въ наше время выросли колоссальные акціонерные банки, которые раскинули свою сѣть по всей странѣ въ видѣ филіальныхъ отдѣленій. Частные банкиры отчасти исчезли, отчасти отодвинуты банками на задній планъ. Рынокъ захваченъ огромными банковыми группировками—концернами, весьма легко вступающими между собою въ различнаго рода соглашенія. Эти соглашенія особенно часто возникаютъ на почвѣ выпуска различныхъ цѣнныхъ бумагъ, т. е. въ такой моментъ, когда объективный совѣтъ банка публикѣ особенно нуженъ и цѣненъ. Разумѣется, для такой объективности остается слишкомъ мало мѣста. Во Франціи раздаются очень громкія жалобы на то, что публика, покупающая цѣнныя бумаги, очутилась во власти двухъ синдикатовъ: синдиката биржевыхъ маклеровъ и синдиката крупнѣйшихъ банковъ. Такія жалобы сконцентрированы въ нашумѣвшей французской книгѣ: Lysis „Contre l'oligarchie financière en France“. Нужно признать, что въ этихъ жалобахъ и обвиненіяхъ есть много совершенно обоснованнаго. Рынокъ цѣнныхъ бумагъ дирижируется крупными банками. Изъ Парижа исходитъ лозунгъ по всей странѣ, указывающій, что покупать и что продавать. Въ одинъ день во всѣхъ банкахъ публика услышитъ одинъ и тотъ же совѣтъ. Ясно, что въ такихъ условіяхъ биржа является не свободнымъ въ своихъ движеніяхъ рынкомъ, а мѣстомъ выполненія банковскихъ совѣтовъ.

Такимъ образомъ, въ настоящее время мы можемъ констатировать рядъ существенныхъ перемѣнъ на рынкѣ капиталовъ. Измѣнилась среда рынка капиталовъ: изъ плутократическаго рынокъ капиталовъ сдѣлался въ высшей степени демократическимъ. Биржа обогатилась массой новыхъ бумагъ и массой новыхъ участниковъ въ биржевыхъ оборотахъ. Банки выросли въ могущественнѣйшія организаціи, устранившія почти совсѣмъ взаимную конкурренцію и выступившія на путь тѣснаго сотрудничества и соглашеній. При такихъ условіяхъ должны были измѣниться и взаимоотношенія между банками и фондовыми биржами.

Есть еще одинъ моментъ, который не слѣдуетъ упускать изъ вида при анализѣ взаимоотношеній между банками и фондовыми биржами. Концентрація промышленнаго производства, вертикальная и горизонтальная, образованіе такъ называемой общности интересовъ (Interessengemeinschaft), образованіе и ростъ синдикатовъ, трестовъ, финансовыхъ компаній, обмѣна акціями, замѣна однѣхъ акцій другими, держаніе акцій „въ пакетѣ“ и т. д., все это приводитъ къ тому, что современный торгово-промышленный оборотъ выдвигаетъ на первый планъ финансовую организацію предпріятій. Въ этой организаціи банки принимаютъ необходимое и вліятельное участіе. Банки заинтересованы въ отдѣльныхъ предпріятіяхъ настолько, что трудно сказать, кто является дѣйствительнымъ хозяиномъ того или иного предпріятія. Можно указать на электрическую промышленность, которая, напр., въ Германіи является настоящей финансовой организаціей, создающей собственные банки, если существующіе почему-либо ея не удовлетворяютъ. Въ иныхъ условіяхъ банки держатъ бумаги данныхъ предпріятій, а въ другихъ условіяхъ бумаги предпріятій „держатъ“ банки. Въ результатѣ рынокъ располагаетъ „несвободными“ бумагами. Такія бумаги по необходимости занимаютъ на биржѣ своеобразную позицію. Рядъ бумагъ не котируется, хотя онѣ и введены въ биржевой оборотъ; другія бумаги котируются настолько, насколько это выгодно и нужно держателямъ бумагъ en gros, т. е. банкамъ. Такую же картину можно наблюдать и на товарныхъ биржахъ: синдикатскіе товары или обращаются номинально, или окончательно исчезаютъ съ биржи, напр., керосинъ съ германскихъ товарныхъ биржъ.

Среди крупнѣйшихъ биржъ лондонская биржа, благодаря своей удачной организаціи и консервативному строю банковъ,

сохранила въ значительной мѣрѣ свою былую позицію биржи, независимой отъ банковъ. Лондонскіе банки остаются на роли outsider'овъ, т. е. они не находятся на биржѣ. На биржѣ орудуютъ джобберы и обыкновенные маклеры. Лондонскій джобберъ (jobber) представляетъ собою „рынокъ“ для данной бумаги, или для ряда бумагъ. Онъ располагаетъ значительными средствами, прекрасно знаетъ рынокъ и способенъ всегда покупать и продавать. Джобберъ противостоитъ банкамъ и публикѣ. Публика можетъ обращаться по своему выбору къ банкамъ, къ джобберу и къ простому маклеру (broker). Такъ какъ въ Лондонѣ до сихъ поръ рынокъ цѣнныхъ бумагъ былъ организованъ довольно аристократически (стоитъ вспомнить о размѣщеніи англійскихъ консолей), то значительные покупатели и продавцы цѣнныхъ бумагъ сохраняютъ старыя привычки обходиться въ покупкахъ и продажахъ безъ участія банковъ, обращаясь непосредственно къ джобберамъ и пользуясь услугами биржевыхъ маклеровъ. Позиція джоббера, обыкновенно крупнаго капиталиста, весьма твердая, дающая ему возможность самостоятельныхъ дѣйствій. Цѣнныя бумаги въ банкахъ являются не источниками биржевыхъ ссудъ, а основаніемъ другихъ кредитовъ, или онѣ просто находятся тамъ въ „dépôts“. Англичане любятъ „good gamble“ (хорошую игру), но эта игра не приводитъ ихъ къ рабской зависимости отъ банковъ, такъ какъ игрокъ весьма часто располагаетъ значительными средствами.

Но и въ Лондонѣ за послѣднее время,—передъ войной,—наблюдался нѣкоторый разладъ въ биржевой позиціи. Правда, тамъ этотъ разладъ шелъ не извнѣ, а изнутри самой биржи. Нѣкоторыя старыя биржевыя фирмы ушли съ биржи и превратились въ outsider'овъ. Конечно, онѣ не перестали заниматься биржевыми дѣлами, онѣ только стали представителями свободнаго рынка. Расколъ внутри биржи былъ вызванъ рядомъ причинъ, повлекшихъ къ образованію на биржѣ двухъ партій. Одна изъ партій вынуждена была встать на роль оппозиціи. Эта оппозиція, между прочимъ, указывала на то, что господствующая партія слишкомъ легко относится къ допущенію бумагъ на биржу, разрѣшая это допущеніе безъ всякаго проспекта. Конечно, такой порядокъ вызвалъ отчаянную спекуляцію и въ то же время лишилъ биржу контроля надъ собственными дѣлами. Вмѣстѣ съ тѣмъ, были введены стѣснительныя мѣры по отношенію къ биржевымъ посредникамъ, повышены ставки маклерской таксы, что отшатнуло публику отъ биржи, а съ другой стороны

заставило рядъ эмиссіонныхъ фирмъ даже покинуть стѣны лондонской биржи. Послѣднее обстоятельство имѣетъ огромное значеніе. Лондонская биржа тѣмъ и была сильна, что безъ ея посредничества трудно было совершить крупную эмиссію. Биржа, какъ рынокъ для новыхъ эмиссій, была силой, противостоящей банкамъ. Превращеніе биржевыхъ эмиссіонныхъ фирмъ (джобберовъ) въ обыкновенные банки означаетъ сокращеніе той силы, которая удерживала лондонскую фондовую биржу на старой позиціи. Захватъ въ другихъ странахъ банками эмиссіонныхъ сдѣлокъ и послужилъ основною причиной сокращенія значенія биржи, какъ самостоятельнаго рынка.

Событія на лондонской фондовой биржѣ, которымъ дозрѣть помѣшала вспыхнувшая война, привели къ тому, что въ Лондонѣ была сдѣлана не совсѣмъ неудачная попытка создать „свободную биржу“. Такую биржу наладила одна изъ самыхъ распространенныхъ въ Англіи газетъ „Daily Mail“, которая на своихъ страницахъ открыла особый отдѣлъ подъ названіемъ „Exchange“, гдѣ ежедневно публиковала листъ покупателей и продавцевъ цѣнныхъ бумагъ. Газета заявила, что на ея „биржѣ“ нѣтъ высокихъ коммиссіонныхъ сборовъ, что она взимаетъ только небольшую плату за объявленіе и ничтожную пошлину на организацію дѣла. Такъ какъ посредниковъ на этой биржѣ нѣтъ, то такъ называемый „turn“—барышъ маклера—идетъ въ пользу кліентовъ. Въ Лондонѣ поговаривали даже объ организаціи новой оффиціальной биржи.

Примѣръ лондонской фондовой биржи, по нашему мнѣнію, поучителенъ въ томъ отношеніи, что здѣсь мы имѣемъ случай, показывающій, какъ старая биржа, сохранившая позицію независимой самостоятельной биржи, подъ напоромъ новыхъ условій и подъ вліяніемъ новой обстановки современнаго биржевого оборота, переживаетъ внутренній организаціонный кризисъ. Этотъ кризисъ обостренъ внутренними треніями, которыя, по всей вѣроятности, возникли на той же самой почвѣ измѣнившихся условій биржевой дѣятельности.

Лондонской биржѣ ставили упрекъ въ томъ, что она сдѣлала уступку „улицѣ“, допуская къ котировкѣ и эмиссіи цѣнности „безъ проспекта“, т. е. такія цѣнности, въ паспортѣ которыхъ нѣтъ отмѣтокъ объ особыхъ заслугахъ и достоинствахъ. Нью-іоркская биржа въ отношеніи такой „свободы“ пошла еще дальше и вызвала сильныя нареканія и цѣлый рядъ законодательныхъ предположеній о необходимости ограничить свободу биржи.

Нью-іоркская фондовая биржа за послѣдніе годы сильно сократила свои обороты, что можно видѣть изъ слѣдующихъ данныхъ:

Годы.	Число проданныхъ бумагъ.	Цѣнность въ милл. долл.
1909	214.632.194	19.142
1910	164.951.061	14.125
1911	127.208.258	11.003
1912	131.128.425	11.562
1913	83.470.693	7.170

Такое сокращеніе оборотовъ на главнѣйшей американской фондовой биржѣ вызвало рядъ практическихъ предложеній относительно необходимой биржевой реформы. Уже въ 1910 г. на нью-іоркской биржѣ была проведена реформа, которая имѣла своей цѣлью обузданіе чрезмѣрной спекуляціи и усиленіе карательныхъ мѣръ противъ недобросовѣстныхъ маклеровъ. Были сдѣланы предложенія превратить биржу изъ свободнаго общества въ замкнутую корпорацію и подчинить ее контролю. Эти предположенія не получили осуществленія, такъ какъ послѣ продолжительныхъ дебатовъ выяснилось, что биржа сама можетъ упорядочить себя. Въ этомъ инцидентѣ характерно признаніе того, что биржа стараго типа, какъ свободный союзъ частныхъ лицъ, способна къ увлеченіямъ, извращающимъ самое существо независимаго рынка. Въ предположеніяхъ по преобразованію биржи указывалось, что законъ долженъ запретить биржамъ, не преобразованнымъ въ замкнутыя корпораціи, публиковать и разсылать по почтѣ свои бюллетени. Биржа не могла удержаться на позиціи оффиціальнаго рынка, она была слишкомъ податлива по отношенію къ широкому рынку, къ „улицѣ“. Вслѣдствіе этого, сразу оказались ясными несоотвѣтствія между старымъ строемъ биржи и новыми условіями рынка капиталовъ. Биржа превратилась въ залъ спекулятивнаго банка, въ которомъ и рѣчи быть не можетъ относительно объективной оцѣнки бумагъ. Биржа выродилась въ спекулирующую организацію, въ которой хозяйничали банки и профессіональные игроки. Разумѣется, показанія биржевого бюллетеня, составленнаго въ такой атмосферѣ, всегда внушаютъ публикѣ большія подозрѣнія и отдаляютъ публику отъ сдѣлокъ на биржѣ. Биржа пустѣетъ, залы банковъ наполняются. Хорошо извѣстно, что курсовыя колебанія на американскихъ биржахъ отличаются особенно значительными амплитудами. Были моменты, когда курсъ желѣзнодорожныхъ акцій

за годъ колебался такимъ образомъ: низшій курсъ 69, высшій— 285 [1]). Правда, въ этомъ отношеніи за послѣдніе годы не отставала и русская биржа.

Нью-іоркская биржа, съ точки зрѣнія частной публики, имѣетъ то огромное преимущество, что въ своихъ курсовыхъ бюллетеняхъ она публикуетъ не только цѣны, по которымъ были совершены сдѣлки съ бумагами, но и показываетъ въ тѣхъ же бюллетеняхъ, сколько штукъ данныхъ бумагъ было сдѣлано по этой цѣнѣ. Такимъ образомъ, публика получаетъ возможность судить о томъ, насколько серьезны движенія биржевого бюллетеня. Совершенно иначе обстоятъ дѣла на европейскихъ биржахъ. Здѣсь возможны случаи такихъ показаній въ бюллетенѣ, которыя прикрываютъ частный интересъ, сумѣвшій искусственно воздѣйствовать на движеніе биржевой стрѣлки. Однажды Леруа-Болье въ своемъ журналѣ „L'Economiste français" указалъ, что такіе казусы произошли лѣтней порою на парижской биржѣ.

Такъ какъ всѣмъ до очевидности ясно, что биржа теряетъ неприступность своихъ позицій и что она склонна сдѣлаться орудіемъ банковъ, то естественно охлажденіе къ биржѣ со стороны большой публики. Не даромъ за послѣдніе годы почти повсюду слышались жалобы на сокращеніе биржевыхъ оборотовъ, хотя промышленная конъюнктура попрежнему стояла на высокомъ уровнѣ. Какъ и прежде, публика стремится на биржу тогда, когда она охвачена угаромъ игры; проходитъ угаръ, остываетъ у публики увлеченіе биржей. Но если учесть размѣры демократизаціи рынка капиталовъ, то можно было бы ожидать обратнаго: постояннаго и устойчиваго интереса публики къ биржѣ. Этого нѣтъ, такъ какъ биржа, къ сожалѣнію, выдвигаетъ на первый планъ свою позицію, какъ мѣста для хорошей и нехорошей игры, а ея роль рынка остается на второмъ и, быть можетъ, даже на послѣднемъ планѣ; по крайней мѣрѣ, всегда эта роль оказывается въ тѣни. Биржа склоняется къ роли орудія, а не къ роли рынка. Конечно, est modus in rebus. Этотъ modus заключается въ томъ, что на современномъ рынкѣ капиталовъ мы наблюдаемъ перемѣщеніе центровъ. Въ такомъ перемѣщеніи банки и финансово-промышленныя организаціи не остаются безучастными зрителями, напротивъ, они проявляютъ повышенную активность. Стоитъ указать на ту же Америку,

[1]) См. множество примѣровъ въ книгѣ: *Reibnitz.* Die New-Yorker Fondsbörse. Ihre Geschichte, Verfassung und wirtschaftliche Bedeutung. Jena 1912.

классическую страну синдикатовъ и трестовъ, страну, гдѣ промышленный капиталъ тѣсно переплелся съ финансовымъ капиталомъ и гдѣ прибыли трестовъ, пожалуй, больше зависятъ отъ финансовыхъ комбинацій, нежели отъ промышленной дѣятельности. Какую позицію занимаетъ на рынкѣ акція, находящаяся подъ присмотромъ могущественнаго финансово-промышленнаго треста? Что изображаетъ собою биржа, на которой обращаются „связанныя“ акціи и къ которой обращаются, съ одной стороны, неосвѣдомленная публика, а съ другой—финансовые короли, маги и волшебники, распоряжающіеся колоссальными средствами, находящимися въ рукахъ исполинскихъ трестовъ?

Старый латинскій поэтъ сказалъ про деньги:

Pecunia est ancilla, si scis uti;
Si nescis, domina est.

По отношенію къ биржѣ въ современныхъ условіяхъ можно сказать, пародируя приведенное двустишіе: „биржа—служанка, если ты знаешь, какъ съ ней обходиться, но она—госпожа, если ты этого не знаешь“...

Наиболѣе ярко эволюція современной биржи проявилась въ Германіи, гдѣ биржевое законодательство, съ одной стороны, затормозило развитіе биржевого рынка, съ другой—ускорило процессъ перемѣщенія центра тяжести на рынкѣ капиталовъ въ сторону банковъ.

Биржевое законодательство въ Германіи прежде всего изгнало съ нѣмецкаго рынка рядъ весьма выгодныхъ эмиссій иностранныхъ цѣнностей. Эти эмиссіи перекочевали на иностранные рынки. Нѣмецкіе банки, чтобы не терять выгодныхъ дѣлъ, вынуждены были открыть за границей свои филіальныя отдѣленія. Такимъ образомъ, то, что раньше шло въ Германію черезъ германскія биржи, теперь пошло туда-же черезъ банки. Враждебность законодательства по отношенію къ срочнымъ сдѣлкамъ вызвала то, что для биржевыхъ операцій потребовались огромные капиталы. Ясно, что сдѣлки на наличныя требуютъ бо́льшихъ денегъ, нежели сдѣлки на срокъ. Въ силу этого банки были поставлены въ необходимость увеличить свои капиталы, что въ концѣ концовъ привело банки къ концентраціи, которая имѣла двоякія послѣдствія. Съ одной стороны, наряду съ ослабленной биржей выростала могучая сила объединенныхъ банковъ. Съ другой стороны, концентрація банковъ вызвала концентрацію производства. Биржевой законъ затруднилъ выпускъ новыхъ акцій. Тогда промышленныя предпріятія пошли путемъ увели-

ченія стараго капитала; образованіе новыхъ самостоятельныхъ предпріятій значительно отстало отъ увеличенія капиталовъ уже существующими обществами. Увеличеніе крупнаго производства по необходимости вызываетъ обязательное участіе банка. Чѣмъ крупнѣе предпріятіе, тѣмъ больше рискъ; поэтому банки стремились къ тому, чтобы этотъ рискъ какъ-нибудь застраховать. Эта цѣль достигалась тѣмъ, что въ очень крупныхъ предпріятіяхъ стали принимать финансовое участіе не одинъ, а нѣсколько банковъ. Ясно, что при такихъ условіяхъ биржа имѣла дѣло не съ свободными акціями, а съ „связанными“, во всякомъ случаѣ съ акціями, стоящими подъ бдительнымъ надзоромъ могущественныхъ банковъ. Особенно замѣтно участіе финансовыхъ комбинацій въ электрической промышленности. Для финансированія электрической промышленности Deutsche Bank создалъ въ Цюрихѣ особый „Bank für elektrische Unternehmungen“. Извѣстный финансовый дѣятель Германіи, создатель „Allgemeine Elektrizitäts Gesellschaft“, Ратенау создалъ особую систему веденія электрическихъ предпріятій, такъ называемую „System Rathenau“, которая заключается въ томъ, что промышленныя предпріятія совершенно интимно связываются съ банками чисто финансовыми комбинаціями, причемъ эта промышленность даже обособляется отъ обычнаго хода общей промышленной жизни страны.

Такъ какъ германское биржевое законодательство затруднило эмиссіи, то онѣ съ биржи перекочевали въ банки. Ранѣе биржа была центральнымъ рынкомъ эмиссій, теперь въ этомъ отношеніи центръ тяжести перешелъ въ банки. Въ оборотѣ появились такъ называемыя „дикія акціи“ (wilde Aktien), которыя обращаются внѣ биржи. Банки являются рынкомъ для этихъ акцій, банки разсылаютъ особые циркуляры цѣнъ на дикія акціи, какъ это дѣлается и для такъ называемыхъ куксъ [1]), точно также стоящихъ внѣ биржи. Такимъ образомъ, въ Германіи жизнь перешагнула черезъ рамки закона и eo ipso черезъ оффиціальную биржу.

Проф. Риссеръ, оцѣнивая вліяніе германскаго биржевого законодательства на биржу, говоритъ, что банки взяли на себя функціи биржи, ликвидируя порученія по покупкѣ и продажѣ цѣнныхъ бумагъ путемъ компенсаціи противоположныхъ порученій и вынося на рынокъ только ту часть порученій, которая не поддается простой компенсаціи. Биржа ослабла, она утеряла свое значеніе рынка, важнаго для образованія курсовъ. Она уже

[1]) Паи горнопромышленныхъ предпріятій.

не является инструментомъ измѣренія цѣнъ, и не служитъ регуляторомъ спроса и предложенія. Между биржей и банками развивается борьба интересовъ. Риссеръ считаетъ ошибочнымъ мнѣніе тѣхъ, кто, въ виду новѣйшихъ теченій на рынкѣ капиталовъ, отожествляетъ банки и биржу. Онъ подчеркиваетъ, что происходитъ не сліяніе банковъ и биржъ, а развитіе между ними острыхъ противоположностей. Это отражается не только на сокращеніи биржевыхъ оборотовъ, но, что особенно печально, и на образованіи биржевыхъ цѣнъ [1]).

По отношенію къ русскимъ фондовымъ биржамъ, собственно говоря, вопроса объ отношеніяхъ между банками и биржами не возникаетъ. Исторически наши фондовыя биржи являются органами банковъ и чѣмъ дальше, тѣмъ тѣснѣе дѣлается связь между банками и биржами. Наши биржи—весьма слабыя организаціи. Развѣ, напр., въ Россіи можно думать о прямой эмиссіи цѣнныхъ бумагъ на биржѣ, минуя банки? Самостоятельныя русскія эмиссіи мыслимы только при непосредственномъ участіи банковъ. Такъ оно и было въ дѣйствительности. Банкамъ удавалось еще въ 70-хъ годахъ дѣлать эмиссіи акцій на русскомъ рынкѣ. Это было большимъ завоеваніемъ русскаго рынка. Въ послѣдніе годы русскій рынокъ особенно окрѣпъ и былъ способенъ воспринять значительныя порціи эмиссій. Но биржа при этихъ эмиссіяхъ была непричемъ, биржа выполняла роль банковской подмоги. Русскія эмиссіи разсчитаны на банковскую кліентелу. У насъ въ Россіи рынокъ капиталовъ еще очень бѣденъ такими единицами, которыя были бы надежнымъ основаніемъ для биржевой эмиссіи. Къ кому можно обратиться на биржѣ съ предложеніемъ новыхъ бумагъ? Къ тѣмъ же банкамъ. Но при такихъ условіяхъ удобнѣе сдѣлать это непосредственно, выгоднѣе получить гарантію банковъ, оплативъ эту гарантію, нежели рисковать остаться на биржѣ гласомъ вопіющаго въ пустынѣ, что обязательно и случится, если эмиттентъ не заручился согласіемъ и поддержкой банковъ. При такихъ условіяхъ намъ, русскимъ, еще трудно говорить о независимой биржѣ. Она вырастетъ, если вырастетъ массовый капиталистъ, и если общая тенденція рынка будетъ направляться въ сторону независимости отъ банковъ. Наша оффиціальная биржа, поскольку она не является отраженіемъ иностранныхъ биржевыхъ вліяній, служитъ подмост-

[1]) *Riesser.* Die deutschen Grossbanken. Vierte Auflage. Jena 1912, стр. 629—630. *Его-же.* Die Notwendigkeit einer Revision des Börsengesetzes. Berlin. 1912, стр. 42—43.

ками для банковъ, помимо которыхъ не проходитъ никакая эмиссія. Оффиціальная биржа открывается не въ зданіи биржи, а въ кабинетахъ банковъ; кулисса совершенно связана съ банками при помощи онкольныхъ и другихъ кредитовъ. Играющая публика привязана къ тѣмъ же банкамъ при помощи того же самаго средства. Банки являются собственниками массы бумагъ, которыя они должны размѣстить въ публикѣ. Наличность массы бумагъ въ рукахъ банковъ является факторомъ, который опредѣляющимъ образомъ вліяетъ на биржевой рынокъ. Наши крупнѣйшіе банки, напр., вся группа петроградскихъ банковъ, сдѣлались биржевыми банками, такъ какъ за послѣднее время въ ихъ активной дѣятельности ссуды подъ цѣнныя бумаги превысили наиболѣе существенную операцію коммерческихъ банковъ—учетъ векселей.

Формулируя все сказанное, мы должны признать, что центръ тяжести на рынкѣ капиталовъ переходитъ на нашихъ глазахъ отъ биржи къ банкамъ. Фондовая биржа переживаетъ кризисъ. Такъ какъ паденіе биржи является, на нашъ взглядъ, фактомъ въ высшей степени отрицательнымъ, какъ съ точки зрѣнія народнаго хозяйства, такъ и съ точки зрѣнія интересовъ огромной безличной массы капиталистовъ, то слѣдуетъ думать, что кризисъ биржи долженъ вызвать реформу биржи. Эта реформа должна приспособить биржу къ измѣнившимся условіямъ рынка и времени. Поглощеніе биржи банками таитъ въ себѣ большую народнохозяйственную опасность. Система банковой олигархіи выгодна очень немногимъ, невыгодна—многимъ. Быстро растущій рынокъ капиталовъ нуждается въ независимой биржѣ, которая должна отражать истинныя движенія рынка, должна регулировать спросъ и предложеніе и давать широкой массѣ точныя показанія.

Быть можетъ, будетъ утопіей мечтать въ нашихъ условіяхъ о независимой биржѣ? Врядъ-ли такъ. Хотя рынокъ капиталовъ растетъ безмѣрно и потокъ цѣнностей переливается черезъ края самыхъ емкихъ и сильныхъ биржъ, но нельзя упускать изъ виду, что масса цѣнныхъ бумагъ осѣдаетъ въ твердыхъ рукахъ. На рынкѣ остаются текучія количества бумагъ, которыя являются незначительною частью общей массы цѣнныхъ бумагъ. Собственно говоря, биржа и нужна только для этой части бумагъ. Слѣдовательно, задача имѣетъ ограниченные предѣлы. Бѣда въ томъ, что нигдѣ, ни въ одной странѣ, до сихъ поръ не былъ поставленъ во всей широтѣ вопросъ о томъ, какъ приспособить биржу

къ новымъ условіямъ. Широкой публикѣ совѣтуютъ только одно: финансовое воспитаніе. Но этого совѣта мало, необходимо биржевой оборотъ и биржевой механизмъ приспособить къ интересамъ тѣхъ, безъ кого биржевая жизнь замираетъ.

Это—огромная задача для будущаго демократическаго биржевого законодательства, связаннаго неразрывно съ банковымъ законодательствомъ.

Литература: Литература вопроса бѣдна, но много замѣчаній разсыпано по различнымъ книгамъ и статьямъ, такъ или иначе касающимся банковъ и биржъ. Можно, между прочимъ, указать на слѣдующія книги и статьи: *A. Neymarck.* Que doit on faire de son argent? Paris 1913.—Die Störungen im deutschen Wirtschaftsleben während der Jahre 1900 ff. 6 Band.(Schriften des *Vereins für Socialpolitik*). Leipzig 1903, стр. 81—83; 269 и др.—*Ernst Loeb.* „Die Wirkungen des Börsengesetzes auf das Bank-und Börsengeschäft“ въ „Jahrbücher“ *Conrad'a* 1897. Band XIII.—*I. Riesser.* Die deutschen Grossbanken, 4 изд. Jena 1912.—*Его-же.* Die Notwendigkeit einer Revision des Börsengesetzes. Berlin 1912.—*Prion.* Preisbildung an der Wertpapierbörse. Leipzig 1910.—*Lysis.* Contre l'oligarchie financière en France. Paris 1908.—*Stillich.* Die Börse und ihre Geschäfte. Berlin 1909. Глава: „Falsche Börsen“.—(рус. пер. *Штиллихъ.* Биржа и ея дѣятельность. СПБ. 1912). *Р. Гильфердингъ.* Финансовый капиталъ, рус. пер. М. 1912, гл. VIII.—*„Русскія биржевыя цѣнности“.* Петроградъ 1915, подъ редакціей *М. И. Боголѣпова* см. статьи „Биржа и публика“, „Биржевыя цѣнности“, а также статьи о петроградской биржѣ.—*М. И. Боголѣповъ.* „Биржевой кризисъ, или кризисъ биржи?“ въ „Торгово-Промышл. Газетѣ“, 1913, № 57.

Война и фондовыя биржи.

Статья **В. А. Мукосѣева.**

I.

Послѣдній періодъ развитія мірового хозяйства, длившійся съ 1896 г. по 1913 г., характеризовался необычайнымъ подъемомъ. Прочно установившееся въ это время господство „высокой конъюнктуры“ было обязано огромному накопленію свободныхъ капиталовъ и въ конечномъ итогѣ тѣсно связывалось съ непрерывнымъ расширеніемъ системы кредита.—Накапливавшіеся въ крупныхъ массахъ капиталы создавали естественныя предпосылки для этого расширенія кредита, ибо только такимъ путемъ возможно было ихъ продуктивное размѣщеніе и использованіе. Отсюда чрезвычайное возрастаніе въ хозяйственной жизни значенія и роли органовъ кредита—банковъ и биржъ. Съ другой стороны, указанное накопленіе капиталовъ, совершавшееся особенно быстро въ странахъ старой капиталистической культуры, достигло столь огромныхъ массъ, что уже вызывало неблагопріятное давленіе на мѣстный денежный рынокъ [1]), создавая необходимость вывоза ихъ заграницу, гдѣ они могли быть размѣщены съ большей прибылью. При наличности института акціонерныхъ компаній и развитой организаціи кредита излишне накопленный капиталъ получалъ, разумѣется, возможность эмигрировать отдѣльно отъ своего владѣльца въ любое государство, дающее повышенную норму прибыли. Отсюда интернаціонализація обращающихся на биржахъ бумагъ и сведеніе отдѣльныхъ моментовъ новѣйшаго хозяйственнаго процесса къ понятію „фондоваго капитализма“ (der Effektenkapitalismus), т. е. признаніе того, что въ разростающемся примѣненіи частнаго хозяйственнаго и, въ особенности, банковаго почина къ производству и пріобрѣ-

[1]) *Hobson.* Export of capital, p. 54. London. 1914.

тенію биржевыхъ бумагъ, имѣющихъ повсемѣстный сбытъ, выражается динамическій принципъ господствующей капиталистической организаціи [1]).

По даннымъ Неймарка, опубликованнымъ въ „Bulletin de l'Institut International de Statistique", общая сумма цѣнныхъ бумагъ, обращающихся на биржахъ міра, составляла:

Годы.	Милліарды франковъ.
1908	523
1910	600
1912	850

Дѣйствительно, цифры эти показываютъ, насколько значительно и глубоко въ настоящее время внѣдреніе элементовъ биржи въ хозяйственную жизнь. Очевидно, если ходомъ капиталистической эволюціи установилась столь прочная связь между хозяйственной жизнью и биржей, что нельзя себѣ представить, чтобы связь эта могла быть нарушена или порвана, не задѣвъ и не повредивъ самыхъ основъ экономическаго существованія цѣлыхъ народовъ,—подобный фактъ уже a priori долженъ предполагать наличность катастрофы чрезвычайной силы.

---

[1]) „Въ настоящее время мы переживаемъ эпоху желѣзныхъ дорогъ и электричества, міровой торговли и мірового обращенія, эпоху соціальныхъ противорѣчій между предпринимателями и рабочими, между рентой и заработной платой,—но эти явленія покоятся не на капитализмѣ (Kapitalismus), какъ таковомъ, но на *фондовомъ капитализмѣ*" (Effektenkapitalismus). *Liefmann.* Beteiligungs-und Finanzierungsgesellschaften, 38, Jena, 1913.

Приблизительно то же самое говоритъ и Зомбартъ. „Если выразить въ одной фразѣ направленіе, по которому идетъ современное народное хозяйство, то можно сказать: биржевые довѣренные банковъ все больше и больше становятся господами хозяйственной жизни. Всѣ хозяйственныя явленія все болѣе и болѣе подпадаютъ подъ власть финансовыхъ сферъ. Идетъ ли рѣчь о возникновеніи новаго промышленнаго предпріятія, или о расширеніи уже существующаго, или о доставкѣ средствъ владѣльцу крупнаго торговаго заведенія для дальнѣйшаго увеличенія его оборотовъ, —все это рѣшается въ помѣщеніи банковъ и банкировъ. Точно также и сбытъ продуктовъ становится все въ большемъ размѣрѣ проблемой финансоваго искусства. Самыя крупныя отрасли нашей промышленности, какъ, напр., электрическая, представляютъ нынѣ настолько же финансовыя общества, насколько и промышленныя предпріятія. Но и другія отрасли промышленности при завоеваніи рынка все больше подпадаютъ въ зависимость отъ финансовыхъ и биржевыхъ сдѣлокъ (подрядное дѣло!). Биржа оказываетъ вліяніе на цѣны большинства полуфабрикатовъ и сырья, а также на цѣны многихъ готовыхъ фабрикатовъ, и кто хочетъ остаться побѣдителемъ въ борьбѣ съ конкуррентами, тотъ долженъ стать властелиномъ биржи". *Sombart.* Juden und Wirtschaftsleben, 130—131. Leipzig. 1912.

II.

Внѣшне казалось, что интернаціонализація хозяйственныхъ отношеній, непрерывно возростающая на базисѣ каждодневно расширяющихся кредита и биржъ, является существенной гарантіей противъ эксцессовъ усилившагося имперіализма, который повсюду обладалъ запальчивой склонностью бросать обнаженный мечъ на вѣсы экономическаго соперничества. Несмотря на очевидную парадоксальность, соображеніе это не лишено было, однако, извѣстнаго значенія и, во всякомъ случаѣ, не носило характера отвлеченной гипотезы. Кредитный и биржевой кризисъ, создавшійся въ 1911 г. на почвѣ франко-германской распри изъ-за Марокко, наглядно показалъ, что выросшее до чрезвычайныхъ размѣровъ могущество рынка капиталовъ, консервативный характеръ интересовъ, имъ представляемыхъ, и нерасторжимая связанность руководящихъ денежныхъ центровъ между собою,— составляютъ весьма серьезный противовѣсъ противъ всякой политической опасности, грозящей военными осложненіями. „Солидарность, связывающая въ настоящее время различные рынки капиталовъ,—говорилъ тогда органъ парижской haute banque,— настолько велика, что нѣтъ никакой надобности въ открытой войнѣ для того, чтобы потрясти медленно воздвигнутое зданіе культуры. Достаточно уже опасенія чьей-нибудь враждебности, чтобы вызвать кризисъ, отголоски котораго безчисленны [1]). Подобная мысль проходитъ красной нитью и въ знаменитомъ сочиненіи Нормана Энжела —„Великое заблужденіе“ (The Great Illusion). По его мнѣнію, въ современныхъ условіяхъ высокаго развитія кредитныхъ и биржевыхъ взаимоотношеній культурные народы Европы самымъ рѣшительнымъ образомъ заинтересованы въ поддержаніи мира, ибо война, каковы бы ни были ея результаты, разоряетъ всѣхъ; завоеватель можетъ достигнуть успѣха лишь путемъ сильнѣйшаго потрясенія собственнаго кредитно-денежнаго и биржевого механизма, на которомъ опираются его финансы и промышленность; но и этотъ успѣхъ является иллюзорнымъ, такъ какъ матеріальныя пріобрѣтенія войны не въ состояніи будутъ превысить принесенныхъ жертвъ; кромѣ того, военное вознагражденіе, отчуждаемое побѣдителемъ въ формѣ милліардныхъ конфискацій и контрибуцій, не имѣетъ за собой разумнаго смысла еще и въ томъ отношеніи, что оно разрушаетъ финансовыя силы не только побѣжденнаго, какъ такового,

[1]) „L'Information“, 2 janvier, 1912.

но и экономическаго контрагента побѣдителя; послѣдній же заинтересованъ, чтобы его контрагенты обладали способностью вести и поддерживать широкій экономическій обмѣнъ, ибо, если они будутъ ограблены и нищи, то побѣдитель первый получитъ отъ этого ущербъ, который долженъ будетъ послужить лишней демонстраціей полной экономической безплодности завоеваній [1]). „Немногіе изъ насъ,—говоритъ Энжелъ,—сознаютъ, въ какомъ размѣрѣ тяжесть экономическихъ факторовъ замѣнила въ человѣческихъ отношеніяхъ физическую силу“ [2]). „Различіе, которое мы здѣсь наблюдаемъ, создалось благодаря вліянію цѣлаго ряда техническихъ изобрѣтеній и перемѣнъ—печатаніе, порохъ, паръ, электричество, лучшіе пути сообщенія. Послѣдніе же создали кредитъ и реагирующія другъ на друга биржи. Кредитъ представляетъ собою лишь простое слѣдствіе расширенія употребленія денегъ, и мы уже не можемъ избавить себя отъ владычества надъ нами того и другого. Мы видѣли, что самый кровожадный деспотъ является рабомъ денегъ, ибо онъ неизбѣжно ими пользуется. Точно также никакая физическая сила въ современномъ намъ мірѣ не въ состояніи уничтожить силу кредита. Въ наше время великій народъ не можетъ жить безъ кредита такъ же, какъ и безъ денегъ, частью которыхъ является кредитъ. Не находимъ ли мы здѣсь подтвержденія того, что неосязаемыя экономическія силы уничтожили силу оружія“? [3]). Въ высшей степени характерно, что къ этимъ же принципамъ апеллировалъ и сэръ Эд. Грей, давая инструкцію англійскому послу въ Вѣнѣ въ моментъ появленія извѣстнаго австрійскаго ультиматума, положившаго начало переживаемой нами катастрофѣ. „Возможныя послѣдствія настоящаго положенія ужасны, — читаемъ мы въ упомянутой инструкціи сэра Эд. Грея, опубликованной въ англійской „Бѣлой книгѣ“. Если четыре европейскихъ державы—скажемъ Австрія, Франція, Россія и Германія—окажутся втянутыми въ войну, то это, мнѣ кажется, должно будетъ повлечь трату такой колоссальной суммы денегъ, создать такую помѣху торговлѣ, что война повлечетъ за собою полнѣйшій упадокъ европейскаго кредита и промышленности. Въ наши дни въ большихъ промышленныхъ государ-

[1]) *Angell.* The Great Illusion. A study of the relation of military power to national advantage, p. 27.—28. London. 23 ed. 1914.

[2]) l. c. 264.

[3]) l. c. 271.

ствахъ это будетъ означать положеніе вещей худшее, чѣмъ въ 1848 году, и, независимо отъ того, кто выйдетъ побѣдителемъ, очень многое можетъ оказаться сметеннымъ безслѣдно".

Пророчествамъ этимъ, однако, не было суждено сбыться. Въ оцѣнкѣ кредита и биржъ, какъ силы, нейтрализующей внѣшнія политическія отношенія великихъ европейскихъ державъ, ошиблись всѣ—финансисты, философы и дипломаты. Война началась не вопреки чрезвычайно возросшему значенію кредита и биржъ, а потому, что ихъ возрастаніе, совершавшееся подъ знакомъ усиливавшейся интернаціонализаціи, знаменовало *перерастаніе* существующей организаціи хозяйства въ цѣломъ и невозможность въ дальнѣйшемъ совершать поступательное движеніе, оставаясь, какъ ранѣе, въ рамкахъ отдѣльныхъ національныхъ хозяйствъ [1]). Сложившійся режимъ внѣшнихъ политическихъ отношеній не соотвѣтствовалъ—да и не могъ соотвѣтствовать—фактическимъ требованіямъ быстро развивавшагося мірового хозяйства. Если для перваго было необходимо рѣзкое противопоставленіе даннаго государства остальнымъ, то для второго являлось самымъ существеннымъ гармоническое сотрудничество ихъ всѣхъ. Однако, посколько, въ силу элементарныхъ историческихъ законовъ, это сотрудничество окрашивалось въ цвѣтъ боевой конкурренціи, то и успѣхи, извлекавшіеся изъ нея, шли на усиленіе внѣшней политической мощи государства. Предполагалось, что для поддержанія и усиленія этихъ успѣховъ внѣшняя политическая мощь государства, выраженная въ штыкахъ и пушкахъ, является наилучшей гарантіей. Но тутъ само собой обнаруживалось неразрѣшимое и роковое противорѣчіе между требованіями внѣшняго политическаго режима и требованіями мірового хозяйства. Интернаціонализація торговыхъ отношеній и, въ частности, кредита и биржъ оказывалась рѣшительно несовмѣстимой съ ростомъ вооруженій державъ и антагонизмами, возникавшими между этими державами въ области того же мірового хозяйства, на почвѣ котораго столь сильно развилась упомянутая интернаціонализація. Очевидно, единственнымъ выходомъ изъ создавшагося положенія являлось приноровленіе внѣшняго политическаго режима державъ къ этимъ условіямъ мірового хозяйства. Но какимъ образомъ? Добровольнымъ установленіемъ мирнаго сотрудничества

[1]) *Мукосѣевъ В.* Экономическія причины войны („Вопросы міровой войны", подъ ред. проф. М. И. Туганъ-Барановскаго, стр. 267). Петроградъ. 1915.

и сожительства? Безплодные труды гаагской конференціи ясно показали полную несостоятельность этихъ пацифистскихъ увлеченій. Очевидно, указанный выходъ могъ быть созданъ лишь силой оружія. Происходящая сейчасъ война достаточно краснорѣчиво убѣждаетъ насъ въ непререкаемости такой гипотезы...

Итакъ, если закономѣрное развитіе хозяйственныхъ отношеній неизбѣжно привело къ расширенію въ огромномъ масштабѣ кредита и биржъ, то это же закономѣрное развитіе влекло за собою неотвратимость великой войны, разъединяющей народы на враждебные лагери, и потому вызывающей крахъ кредита и биржъ. Очевидно, чѣмъ выше уровень развитія мірового хозяйства, чѣмъ сильнѣе затронуты интересы борющихся сторонъ, тѣмъ ожесточеннѣе война, тѣмъ острѣе крахъ кредита и биржъ, тѣмъ глубже и значительнѣе вызываемыя этимъ крахомъ экономическія бѣдствія.

III.

Начавшаяся во второй половинѣ 1914 года великая война вызвала повсемѣстно глубочайшее разстройство хозяйственныхъ процессовъ и наложила на міровую финансовую систему своеобразный и неизгладимый отпечатокъ тревоги, паники и разрухи. Кредитъ и денежное обращеніе испытали великія потрясенія, а биржевыя бумаги и въ частности фонды, въ своихъ курсахъ выражающіе финансово-экономическое бытіе цѣлыхъ націй Европы, рѣзко пали,—рынки же, руководившіе расцѣнкой этихъ бумагъ, почти всюду закрылись. Гибельное разстройство органовъ публичнаго кредита обнаружилось уже 12 іюля, когда исчезли надежды на мирный исходъ конфликта между великими державами Европы. Уже тогда правильное функціонированіе биржъ было рѣзко нарушено, а неотвратимость грозно нависшей катастрофы всюду диктовала политику быстрыхъ и рѣшительныхъ мѣропріятій въ цѣляхъ охраненія національныхъ рынковъ капиталовъ. Въ числѣ такихъ мѣръ было и закрытіе фондовыхъ биржъ. 14 іюля закрылись биржи въ Вѣнѣ, Будапештѣ и Брюсселѣ; 15-го прекращены операціи въ Торонто и Монреалѣ, а также и въ кулиссѣ парижской биржи; 16-го были закрыты биржи въ Петроградѣ, Амстердамѣ, Антверпенѣ, Барселонѣ и Гаврѣ; въ этотъ же день были прекращены срочныя сдѣлки на берлинской, гамбургской и франкфуртской биржахъ; 17-го закрылись биржи въ Римѣ и Миланѣ и пріостановленъ выходъ котировокъ берлинской и гамбургской биржъ; 18-го

биржи были закрыты въ Лондонѣ, Ливерпулѣ и Нью-Іоркѣ; наряду съ закрытіемъ перечисленныхъ биржъ также были закрыты и другія—въ скандинавскихъ и восточныхъ странахъ; паркетъ парижской биржи оставался открытымъ до 2-го сентября, когда онъ былъ закрытъ распоряженіемъ префекта полиціи,—операціи затѣмъ были перенесены въ Бордо, но размѣръ ихъ былъ ничтожнымъ.

Конечно, въ обстановкѣ современнаго капиталистическаго хозяйства XX в., съ его интернаціональнымъ финансовымъ рынкомъ, необычайно расширенной системой кредита, текучестью денегъ и капиталовъ, способностью биржевыхъ цѣнностей къ международнымъ перемѣщеніямъ, милліардными биржевыми оборотами, въ поддержаніи которыхъ столь сильно заинтересованы и общество, и государство,—картина эта представлялась невѣроятной и совершенно неестественной. Финансовая культура народовъ, это наиболѣе деликатное созданіе новѣйшей экономической эпохи, была безпощадно раздавлена въ нѣсколько мгновеній,—казалось, что человѣчество вернулось къ хозяйственнымъ условіямъ XVII в.

Кризисъ былъ общимъ, универсальнымъ, и его разрушительная сила распространилась на весь цивилизованный и варварскій міръ. Трудно сказать, въ какомъ пунктѣ земного шара паника проявилась наиболѣе сильно. Она была одинаково жестокой на биржахъ стараго и новаго свѣта.

На русскихъ биржахъ фронтъ сломался уже 12 іюля. Въ этотъ день „петроградская биржа пережила панику, какой давно не видѣла. Даже свѣдѣнія о созывѣ чрезвычайнаго собранія банковаго „Краснаго Креста“, обычно вліяющія на биржу успокоительно, не оказали сегодня никакого вліянія. Всѣ цѣнности, не исключая государственной ренты, летѣли внизъ съ головокружительной быстротой“. Равнымъ образомъ, въ указанный день „на московской биржѣ царила форменная паника. Бумаги летѣли стремительно внизъ. Продавцовъ было сколько угодно, а покупателей никого. Бумаги понижались на десятки рублей. Такого смятенія не было ни передъ послѣдней балканской, ни даже передъ русско-японской войной“ [1]). 13 іюля было воскресенье, и котировки не вышли. Въ понедѣльникъ 15-го и во вторникъ 16-го, благодаря солидной интервенціи банковъ и оптимистическимъ упованіямъ на возможность созда-

[1]) „Деньги“, отъ 15 іюля 1914 г.; „Русск. Слово“, отъ 13 іюля 1914 г.

нія конференціи пословъ въ Лондонѣ, настроеніе было болѣе спокойнымъ, причемъ, однако, сдѣлки совершались въ крайне узкихъ границахъ, а отмѣтки скорѣе были номинальными. Вечеромъ во вторникъ получились извѣстія о формальномъ объявленіи Австро-Венгріей войны Сербіи. Уже съ утра въ среду въ петроградскихъ банковыхъ кругахъ циркулировали слухи, что очередное биржевое собраніе едва ли состоится, при этомъ указывалось, что вѣнская биржа закрыта, что на парижской биржѣ функціонируетъ только паркетъ и что, по свѣдѣніямъ изъ Лондона, лондонская биржа будетъ также закрыта. Въ происходившихъ тогда телефонныхъ переговорахъ между крупнѣйшими банками опредѣлилось два теченія: одни высказывались за закрытіе биржи „съ исключительной цѣлью помѣшать спекулянтамъ вызвать панику и наловить рыбу въ мутной водѣ; другая часть настаивала, наоборотъ, на открытіи биржевого собранія“ [1]). Къ обычному времени въ залѣ биржи собралась почти вся кулисса; паркетъ же, т. е. представители банковъ, отсутствовалъ, и нѣкоторые члены его, а равно и представитель отъ Государственнаго банка появились въ залѣ лишь около $11^1/_2$ час. Кулисса оживленно обсуждала послѣднія политическія новости, но, въ виду распространившагося слуха о возможномъ закрытіи биржъ, къ сдѣлкамъ не приступала. Вмѣстѣ съ тѣмъ, среди собравшихся биржевиковъ царило крайне тревожное настроеніе, причемъ высказывались общія опасенія, что, въ связи съ закрытіемъ срочныхъ сдѣлокъ и паникой на заграничныхъ биржахъ, можетъ весьма серьезно пострадать и петроградская биржа, заключившая предыдущій день съ сравнительно благопріятной котировкой. Многіе считали необходимымъ биржу закрыть, въ цѣляхъ предотвращенія дальнѣйшаго пониженія курса бумагъ и воспрепятствованія заграничнымъ биржамъ, въ особенности вѣнской, продать у насъ пакеты своихъ цѣнностей. Затѣмъ, и представителями кулиссы, и членами совѣта фондоваго отдѣла этотъ вопросъ былъ рѣшенъ въ положительномъ смыслѣ, а именно: „желательно воздержаться сегодня отъ какихъ-либо биржевыхъ сдѣлокъ во избѣжаніе паники, возможной въ виду особенно тревожнаго международнаго политическаго положенія“ [2]). Послѣ этого тотчасъ же было созвано засѣданіе фондоваго отдѣла, который единогласно безъ преній постановилъ 16-го іюля биржевого собранія не открывать. Данное постановленіе мотиви-

[1]) „Бирж. Вѣд.“, отъ 17 іюля 1914 г.

[2]) „Петроградскій Курьеръ“, отъ 17 іюля 1914 г.

ровалось желаніемъ удержать русскія цѣнности на прежнемъ высокомъ уровнѣ. Затѣмъ, оно немедленно было сообщено министру финансовъ, директору кредитной канцеляріи и управляющему Государственнымъ банкомъ, согласіе которыхъ требовалось для проведенія этой мѣры въ жизнь. Кредитная канцелярія, въ свою очередь, вела спѣшные переговоры по данному поводу съ министромъ финансовъ, выѣзжавшимъ въ это утро въ Петергофъ. Въ 11 ч. 45 м. по телефону на биржу было передано изъ кредитной канцеляріи распоряженіе министра финансовъ о закрытіи биржевого собранія, а въ 11 ч. 53 м. секретарь биржи объявилъ это распоряженіе оффиціально присутствовавшимъ въ залѣ паркету и кулиссѣ, которые его приняли съ громкимъ „ура“! Такимъ образомъ, петроградская фондовая биржа закрылась впервые за время своего существованія [1]).

Вечеромъ этого же дня (16-го іюля) въ помѣщеніи Учетно-ссуднаго банка состоялось соединенное засѣданіе совѣта фондоваго отдѣла совмѣстно съ представителями петроградскихъ и московскихъ банковъ и крупнѣйшихъ банкирскихъ домовъ. На этомъ засѣданіи было констатировано, что „закрытіе биржи произвело въ широкихъ финансовыхъ кругахъ самое благопріятное впечатлѣніе, такъ какъ этимъ путемъ было избѣгнуто несомнѣнное въ противномъ случаѣ, въ виду создавшагося настроенія, паническое паденіе нашихъ цѣнностей. Независимо отъ предотвращенія паники, закрытіе биржи имѣетъ положительное значеніе и потому, что, вслѣдствіе закрытія срочныхъ сдѣлокъ на берлинской и парижской биржахъ, петроградская биржа, на которой срочныхъ сдѣлокъ не имѣется, оказалась бы въ сравненіи съ иностранными въ слишкомъ невыгодномъ положеніи... Въ виду продолжающейся неопредѣленности положенія, единогласно было постановлено закрыть биржевыя собранія на всю текущую недѣлю до 19-го іюля включительно, причемъ было оговорено, что въ случаѣ, если положеніе опредѣлится въ благопріятную сторону, и срочныя сдѣлки на иностранныхъ биржахъ будутъ возобновлены раньше, то и петроградская биржа можетъ открыться раньше этого срока“ [2]). Постановленіе закрыть биржу до 19 іюля тогда-же получило оффиціальную санкцію со стороны подлежащихъ чиновъ финансоваго вѣдомства. Въ послѣдующіе дни—

[1]) Былъ лишь случай закрытія биржевого собранія на одинъ день, что произошло во время русско-турецкой войны.

[2]) l. c.

17-го и 18-го іюля—международныя осложненія приняли настолько угрожающій и безнадежный характеръ, что вопросъ объ открытіи биржи въ субботу 19-го могъ быть рѣшенъ лишь въ рѣзко отрицательномъ смыслѣ. Поэтому 19 іюля совѣтъ фондоваго отдѣла петроградской биржи, обсудивъ данный вопросъ въ спеціальномъ засѣданіи, вынесъ слѣдующее постановленіе:

1) Закрыть биржу впредь до распоряженія, о чемъ довести до свѣдѣнія министра финансовъ;

2) рѣшеніе всѣхъ вопросовъ, связанныхъ съ исполненіемъ срочныхъ сдѣлокъ и иностранной валютой, а также по акціямъ и фондамъ, сроки коихъ наступятъ или уже наступили во время закрытія биржи, отсрочить до перваго засѣданія совѣта фондоваго отдѣла послѣ открытія биржи.

Въ соотвѣтствіи съ этимъ постановленіемъ, петроградская биржа остается закрытой вплоть до сего времени... Конечно, закрытіе петроградской биржи непосредственно отразилось на дѣятельности провинціальныхъ биржъ, такъ какъ за отсутствіемъ оффиціальной руководящей котировки, получавшейся изъ Петрограда, онѣ оказались не въ состояніи производить правильную расцѣнку фондовъ и девизъ. Поэтому, напр., хотя московская биржа оставалась открытой, но выходъ биржевого бюллетеня былъ оффиціально прекращенъ съ 16 іюля, т. е. со дня закрытія петроградской биржи. Одесская, рижская и харьковская биржи формально прекратили операціи также съ 16 іюля, а варшавская съ 17 іюля.

Въ общемъ, закрытіе русскихъ биржъ было обусловлено необходимостью предотвратить обезцѣненіе бумагъ, оффиціально зарегистрированное, и тѣмъ самымъ сохранить позиціи милліарднаго биржевого оборота, который иначе могъ бы быть совершенно деморализованъ, особенно если принять во вниманіе крупныя затраты банковъ на биржевые кредиты (on call), предоставленные, главнымъ образомъ, слабымъ рукамъ. Не безъ вліянія также было и то, что въ первые дни паники происходили запродажи товара на Петроградъ со стороны иностранныхъ биржъ, въ частности, берлинской, и притомъ по низкимъ цѣнамъ.

Курсовое движеніе бумагъ на петроградской биржѣ за разсматриваемое время было таково:

	Іюль 1914 г.:				Пониженіе
	10	12	14	15	(—)
Фонды и капитальныя:					
4% госуд. рента	$92^3/_8$	$92^3/_8$	$92^3/_8$	$92^1/_4$	— $^1/_8$
5% заемъ 1905 г.	103	103	103	103	±

5% заемъ 1906 г.	102 3/4	102	101 1/2	101	—1 3/4
4 1/2% заемъ 1909 г.	98	98	97 1/2	97 1/2	— 1/2
4 1/2% облиг. петр. кред. о-ва	86 1/2	85 3/4	85 3/8	85 1/4	—1 1/4
4 1/2% закл. листы вилен. з. б.	82 1/4	81 1/2	81 1/2	81	—1 1/3
4 1/2% закл. листы моск. з. б.	82 1/2	81 3/4	81 3/4	81	—1 1/2
Акціи жел.-дорожн. о-въ:					
московско-казанской.	438	425	420	428	—10
моск.-кіево-воронежской.	720	706	700	705	—15
виндаво-рыбинской.	337	330	330	329	— 8
юго-восточныхъ	264	248	247	248	—16
Коммерч. банковъ:					
азовско-донской	531	515	515	515	—16
волжско-камскій	845	840	840	840	— 5
русск. для внѣшн. торговли.	354	334	345	348	— 6
сибирскій	546	520	530	530	—16
международный	414	362	370	385	—29
Металлургическихъ и механическихъ предпріятій:					
брянскія	144	125	126	132	—12
донецко-юрьевскія	257	224	225	230	—27
мальцевскія	265 1/2	227	240	250	—15 1/2
никополь-маріупольскія	215	200	203	205	—10
путиловскія	107 1/2	93	99	107 1/2	±
тульскія	349	345	345	348	— 1
Нефтяныя:					
бакинскія	605	535	575	580	—25
Манташевъ	206	185	190	195	—11
Нобель	827	760	767	780	—47
Разныя:					
глуховскій цементный	107	190	91	97	—10
ленскія золотопромышл.	392	310	340	370	—22

Положеніе иностранныхъ биржъ, несмотря на весьма существенное отличіе ихъ отъ биржъ русскихъ, во многомъ представляло аналогичную картину.

Главнѣйшій и центральный рынокъ въ мірѣ цѣнныхъ бумагъ—лондонская биржа въ памятные іюльскіе дни пережила панику, какой ни разу не было въ современной ея исторіи, и вынуждена была закрыться въ первый разъ за все свое трехвѣ-

ковое существованіе. „Тяжкая разруха рынковъ,—читаемъ мы въ „Economist'ѣ“,—происшедшая въ эту недѣлю, дѣйствительно, не имѣетъ примѣровъ (without parallel) въ современной исторіи лондонской фондовой биржи. Австрійскій ультиматумъ Сербіи явился для финансоваго міра полной неожиданностью, вслѣдствіе чего паденіе цѣнъ въ субботу и понедѣльникъ (12 и 14 іюля) было чрезвычайно глубокимъ. Иностранные банки въ цѣляхъ высвобожденія средствъ безудержно стремились распродать товаръ, форсируя сбытъ по какимъ угодно цѣнамъ, въ то время какъ закрытіе континентальныхъ биржъ, естественно, направляло весь потокъ этихъ продажъ на Лондонъ, гдѣ маклера, чтобы хоть сколько-нибудь его задержать, въ свою очередь, вынуждались понижать цѣны,—бумаги поэтому выбрасывались за бортъ“ [1])... Наиболѣе пострадавшими оказались игровыя группы американскихъ, бразильскихъ и южно-африканскихъ цѣнностей. Въ среду, вслѣдствіе объявленія войны между Австро-Венгріей и Сербіей, нормальное теченіе дѣлъ оборвалось, и биржа ввергласъ въ состояніе хаоса. Цѣны и сдѣлки были лишь номинальными. Утромъ (16-го іюля) „члены биржи, будучи въ совершенно подавленномъ настроеніи, вели около часа разговоры, обсуждая создавшееся положеніе и спрашивая другъ друга о возможномъ исходѣ кризиса, причемъ въ это же время составляли таинственные отвѣты на телеграммы, ими получавшіяся, въ которыхъ содержались приказы на продажу. Въ моментъ оффиціальнаго открытія биржи, 8 час. 15 м. утра, ударъ молотка прозвучалъ дважды [2]), а затѣмъ въ промежуткѣ до 3-хъ часовъ дня въ залѣ царилъ ужасный шумъ,—семь фирмъ объявили себя несостоятельными, въ добавленіе къ одному банкротству, зарегистрированному вчера... Въ четвергъ утромъ стало извѣстнымъ о весьма крупной несостоятельности. Звукъ сорока двухъ ударовъ молота, прогремѣвшій въ день платежей, въ день, когда обанкротилось семь фирмъ, еще отдавался въ ушахъ биржи, а сообщеніе, что прошлой ночью чеки Messrs Derenburg были возвращены неоплаченными, подвергло членовъ глубокой тревогѣ“ [3])...

[1]) „The Economist“, отъ 1 августа (н. ст.) 1914.

[2]) На лондонской биржѣ существуетъ обычай, согласно которому, передъ объявленіемъ постановленія комитета объ удаленіи провинившагося члена изъ зала собраній, напр., по причинѣ банкротства, къ находящейся въ залѣ каѳедрѣ подходитъ старшій служитель и ударяетъ о стѣнку ея (каѳедры) молоткомъ три раза, дабы привлечь вниманіе къ данному происшествію остальныхъ членовъ. *Burn*, Stock Exchange investments in theory and practice, 192. London. 1909.

[3]) l. c.

Въ два часа дня состоялось собраніе комитета, въ которомъ были заслушаны предложенія отдѣльныхъ членовъ относительно необходимости закрыть биржу или, во всякомъ случаѣ, по примѣру парижской биржи, перенести разсчеты ультимо на слѣдующій мѣсяцъ. Въ комитетѣ указывалось, что хотя публикуемыя въ котировкахъ цѣны носятъ номинальный характеръ, но онѣ возбуждаютъ сильную панику среди публики, которая, поддаваясь настроенію, продаетъ бумаги и превращаетъ чеки въ наличность, ео ipso рѣзко увеличивая спросъ на денежные знаки и ставя Англійскій Банкъ въ критическое положеніе [1]); въ цѣляхъ предотвращенія дальнѣйшихъ краховъ и упроченія позиціи банковъ, представляется необходимымъ прекратить публикацію цѣнъ совершенно. Постановленіе комитета было оффиціально объявлено въ пятницу (18 іюля) утромъ послѣ 10 ч. утра,—оно гласило, что биржа закрывается на неопредѣленное время, а ликвидація срочныхъ сдѣлокъ переносится на ультимо сентября.

Пониженіе цѣнъ на лондонской биржѣ за время паники иллюстрируется нижеприводимой таблицей [2]):

	Іюль 1914 г. (ст. ст.) 10	17	Пониженіе (—).
Англійскіе фонды:			
$2^1/_2{}^0/_0$ англ. консоли	$75^7/_8$	$69^3/_4$	— $6^1/_8$
$2^3/_4$ ирландск. заемъ	$75^1/_2$	$70^1/_2$	— 5
$3^0/_0$ трансваальск. заемъ	$94^3/_4$	92	— $2^3/_4$
$3^1/_2{}^0/_0$ индійск. заемъ	$89^1/_4$	$85^1/_4$	— 4
Иностранные правительственные займы:			
$4^0/_0$ австрійская рента	$80^1/_2$	$76^1/_2$	— 4
$4^0/_0$ венгерская рента	$79^1/_2$	$73^1/_2$	— 6
$3^0/_0$ герман. импер. заемъ	75	72	— 3
$3^1/_2{}^0/_0$ итальян. рента	94	$91^1/_2$	— $2^1/_2$
$3^0/_0$ франц. рента	$81^1/_2$	$76^1/_2$	— 5
$4^0/_0$ русск. консоли 1889 г.	86	79	— 7
Акціи мѣстнаго рынка:			
South Eastern def	$46^7/_8$	$31^1/_2$	—$15^3/_8$
Midland def	$72^1/_4$	63	— $9^1/_4$

[1]) „Banker's Magazine", March 1915, p. 493.

[2]) „The Statist", отъ 1 августа (н. ст.) 1914.

Gt. Western, ord	115¾	108½	— 7¼
Brighton and S. C. def . .	83¼	72	—11¼
Съверо-американскаго и южно-американскаго:			
Balt. and Ohio Common .	85¼	72	—13¼
Canadian Pacific	190½	165	—25½
Union Pacific	161½	118	—43,5
San Paulo Ord.	239½	215½	—24

Парижская биржа, одинаково важный центръ международной торговли фондами, пережила, въ свою очередь, глубокій кризисъ. Не имѣя въ своемъ распоряженіи достаточно полныхъ матеріаловъ, ограничимся лишь краткой характеристикой этого кризиса. Уже въ продолженіе первой половины года, вслѣдствіе неопредѣленности внѣшняго политическаго положенія, проектовъ фискальныхъ притязаній къ капиталу и подготовки къ эмиссіи 3½% правительственнаго займа, дѣятельность на парижской биржѣ протекала весьма слабо, и цѣны, за рѣдкимъ исключеніемъ, неуклонно осѣдали. Какъ разъ наканунѣ катастрофы былъ выпущенъ упомянутый 3½% заемъ, который, мобилизовавъ громадныя суммы капитала, неблагопріятно отразился на курсѣ 3% ренты и вообще на французскихъ капитальныхъ бумагахъ предыдущихъ выпусковъ. Въ послѣдовавшіе затѣмъ дни осложненій естественно обнаружилось, что размѣръ спекулятивныхъ обязательствъ весьма ограниченный, а скала возможныхъ пониженій курсовъ фондовыхъ цѣнностей уже сильно использована выпускомъ 3½% займа. Такимъ образомъ, разразившаяся среди іюля паника проявилась въ относительно узкихъ границахъ и не носила характера того безумія, какимъ обыкновенно отличались паники, происходившія до сего времени на парижской биржѣ. Тѣмъ не менѣе, уже въ пятницу 11 іюля здѣсь замѣчалось сильное разстройство операцій, причемъ товаръ массами запродавался на ближайшее ультимо. Въ субботу, какъ и въ Петроградѣ, биржа открылась въ чрезвычайно слабомъ и подавленномъ настроеніи. Наплывъ приказовъ на продажу былъ столь огроменъ, что котировка вышла совершенно опустошенной. По словамъ парижскаго корреспондента „The Economist“, „кулисса находилась въ такомъ состояніи хаоса, что комитетъ разсчетной палаты (Chambre de Compensation) рѣшилъ временно этотъ рынокъ закрыть. Вслѣдствіе полной утраты довѣрія къ политическому положенію, рента испытала пониженіе, безпримѣрное въ

памяти современнаго поколѣнія. Синдикатъ банковъ тогда же вынесъ постановленіе относительно прекращенія срочныхъ сдѣлокъ въ паркетѣ и ограниченія времени для производства операцій за наличныя. Въ послѣдующіе дни, хотя оффиціально биржа оставалась открытой, объемъ сдѣлокъ былъ весьма ничтожнымъ".

Курсовыя колебанія, происходившія въ этотъ промежутокъ времени на парижской биржѣ, приводятся ниже:

	Іюль 1914 г.		Пониженіе (—).
	10	17	
Фонды:			
3% франц. рента	82,50	81,30	—1,20
5% русск. заемъ 1906 г. . .	101,0	95,0	—6,0
Акціи:			
франц. банкъ	4.574	4.400	—174
парижск. и голл. банкъ . . .	1.295	1.160	—135
ліонскій кредитъ	1.480	1.340	—140
земельн. кредитъ	874	849	— 25
суэцк. кан.	4.670	4.300	—370
восточн. жел. дор.	896	835	— 61
западн. „ „	860	850	— 10
южн. „ „	1.240	1.095	—235
сѣверн. „ „	1.270	1.240	— 30

Положеніе дѣлъ на берлинской биржѣ въ эти дни представляетъ такую же картину разрухи операцій и цѣнъ. Здѣсь тенденція была слабой и до опубликованія извѣстнаго австрійскаго ультиматума. Однако, она рѣзко ухудшилась и перешла въ панику, какъ только стало извѣстнымъ его содержаніе (11 іюля). Особенно сильное впечатлѣніе произвело на биржу сдѣланное тогда директоромъ Dresdner Bank заявленіе, что создавшійся конфликтъ не будетъ разрѣшенъ мирнымъ путемъ (der Konflict werde nicht auf friedlichem Wege zu lösen sein) [1]. Паденіе цѣнъ достигло 10% большинства дивидендныхъ бумагъ, причемъ вліяніе обильно поступавшихъ приказовъ на продажу „въ значительной мѣрѣ ослаблялось интервенціонной дѣятельностью банковъ, особенно на рынкѣ срочныхъ сдѣлокъ" [2]. На слѣдующій день, 12 іюля, паника усилилась. По отчету берлинскаго финансоваго корреспондента газеты „Standard", „страхъ

[1]) „Der Deutsche Oekonomist", отъ 25 іюля (н. ст.) 1914.

[2]) „Pfutus", отъ 1 августа (н. ст.) 1914.

непосредственнаго объявленія войны вызвалъ сегодня на биржѣ вновь жестокій кризисъ (a severe slump). Вскорѣ по открытіи собранія бумаги предлагались огромными партіями, причемъ, однако, покупателей на нихъ не находилось вовсе, и въ большинствѣ случаевъ цѣны въ котировкѣ обозначались номинальныя. Въ концѣ собранія паника достигла крайняго напряженія... Кассовый рынокъ промышленныхъ цѣнностей совершенно деморализованъ“ [1]). Однако, въ послѣдующіе дни положеніе дѣлъ приняло болѣе ровный характеръ, отчасти вслѣдствіе крупныхъ банковыхъ интервенцій, отчасти вслѣдствіе настойчиваго старанія прессы внести успокоеніе въ широкіе круги публики; не безъ вліянія осталась также значительная заинтересованность берлинской биржи въ австрійскихъ цѣнностяхъ (такихъ цѣнностей въ Берлинѣ котируется не менѣе 110), поддержка которыхъ съ необходимостью вытекала изъ внутренняго развитія политическаго конфликта въ цѣломъ. Просматривая внимательно биржевые отчеты за періодъ 14—16 іюля, мы нигдѣ не встрѣтили данныхъ, рисующихъ состояніе берлинской биржи въ эти дни въ неблагопріятномъ свѣтѣ. По отчету „Times“ [2]), 14 іюля берлинская биржа прошла „съ частнымъ успѣхомъ“; 15-го по отчету „Vossische Ztg.“—„значительно лучше, чѣмъ въ предыдущій день“ [3]); 16-го, когда состоялось прекращеніе срочныхъ сдѣлокъ, эта же газета констатировала—„никакой паники“ (keine Panikstimmung). Только 17 іюля въ враждебной биржѣ газетѣ мы находимъ, что собраніе прошло „очень слабо“ [4]). 18-го, какъ извѣстно, по постановленію совѣта биржи, опубликованіе котировокъ пріостановлено. Номинально биржа осталась открытой, но фактически она закрылась, ибо невозможно производить операціи, разъ котировка отсутствуетъ. Здѣсь удобно будетъ замѣтить, что передъ войной берлинскіе спекулянты вели крупную игру на лондонской и парижской биржахъ, оставивъ затѣмъ на этихъ рынкахъ крупныя суммы непогашеннаго долга [5]).

[1]) „The Standard“, отъ 27 іюля (н. ст.) 1914 г. Въ высшей степени характерно, что отчетъ объ этомъ собраніи нѣмецкихъ газетъ даетъ совершенно иную оцѣнку: „Eine relativ kräftige Erholung war am Schlusse der gestrigen Berliner Börse nach den überaus starken Kursstürzen, die der schwarze Sonnabend gebracht, eingetreten“.— „Berliner Tageblatt“, отъ 26 іюля (н. ст.) 1914 г.

[2]) „The Times“, отъ 28 іюля (н. ст.) 1914.

[3]) „Voss. Ztg.“, отъ 15 іюля (н. ст.) 1914 (Abendausgabe).

[4]) „Post“, отъ 30 іюля (н. ст.) 1914 (Abendausgabe).

[5]) „The Statist“ отъ 30 января (н. ст.) 1915. „Вѣстн. Фин.“, № 45, 1914. „Standard“, отъ 6 ноября (н. ст.) 1914. „Торг.-Пр. Газ.“, № 283, 1914.

Ниже приводимъ таблицу, характеризующую курсы бумагъ берлинской биржи за время, непосредственно предшествовавшее объявленію войны.

	Іюль 1914 г.:		Пониженіе
	10	17	(—)
Фонды:			
4½% германъ. имперск. заемъ	99,80	98,40	— 1,40
3½% „ „ „	86,40	84,00	— 2,40
3% „ „ „	75,50	72,00	— 3,50
Акціи:			
Нѣмецк. (Deutsche) банкъ	229,80	218,00	—11,80
Учетное о-во	179,90	170,00	— 9,90
Дрезденскій банкъ	144,25	138,00	— 6,25
Гельзенкирх. о-во	174,50	154,90	—19,60
Лаурахютте, зав.	136,25	120,00	—16,25
Бохумскій „	211,40	189,75	—21,65
Всеобщ. К⁰ электричества.	232,75	210,00	—22,75
Сименсъ и Гальске	201,10	192,00	— 9,10
Гамбург.—америк. линія.	121,20	103,00	—18,20
Сѣверо-германъ. ллойдъ	102,40	89,40	—13,00

На вѣнской биржѣ кризисъ не могъ проявиться въ полной мѣрѣ, ибо она прекратила операціи въ самомъ началѣ его развитія,—послѣдняя котировка датируется субботой 12-го іюля; 13-го было воскресенье, а 14-го биржа уже не открылась; объявленіе войны Сербіи послѣдовало лишь въ среду 16-го, каковое обстоятельство, естественно, биржа уже воспринять не могла. По отчетамъ мѣстныхъ газетъ, тревожный день 11-го іюля—предъявленіе Сербіи ультиматума—прошелъ на биржѣ совершенно спокойно (blieb der Markt vollkommen ruhig) [1]).

Движеніе курсовъ на вѣнской биржѣ за указанные дни было таково:

	Іюль 1914 г.:		Пониженіе
	10	12	(—).
Фонды:			
4% австр. кр. рента	79,50	79,00	— 0,50
4% австр. золот. рента	99,25	98,50	— 0,75
4% венгер. кр. рента	77,00	76,50	— 0,50
4% венгер. золот. рента	94,00	91,00	— 3,00
Акціи:			
Союзн. банкъ	490,50	485	— 5,50
Учет. о-во	700	690	—10
Венгер. зем. кред.	735	724	—11

[1]) „Neue Freie Presse“, отъ 25 іюля (н. ст.) 1914.

Восточн. ж. д.	748	722	—26
„Шкода“, зав.	602	595	— 7
Пражск. механ.	2.073	2.050	—23
Галиц. карп. неф.	666	660	— 6
Дунайск. пароход.	981	960	—21
Австр. ллойдъ	519	495	—24

Кризисъ европейскаго биржевого рынка передался въ Америку, вызвавъ закрытіе тамошнихъ биржъ. Масса американскихъ бумагъ, котировавшихся въ Лондонѣ, Парижѣ, Берлинѣ и Амстердамѣ, въ дни паники продавались на Нью-Іоркъ, вслѣдствіе чего нью-іоркская биржа оказалась затопленной обезцѣненнымъ товаромъ и, не имѣя возможности срочно покрыть эти необычайныя по размѣрамъ запродажи, была поставлена въ необходимость закрыться. По словамъ одного спеціальнаго отчета, въ эти дни наростающаго европейскаго кризиса „на нью-іоркской биржѣ происходила грандіозная ликвидація бумагъ, которыя сюда сыпались со всѣхъ концовъ міра, вызывая ужасающее паденіе цѣнъ. Въ концѣ концовъ, грузъ такихъ запродажъ сдѣлался столь невыносимымъ, что было рѣшено въ пятницу, 18-го іюля, биржу не открывать... Это былъ первый случай послѣ 1873 г., когда нью-іоркская биржа закрылась, вслѣдствіе сильной паники, обусловленной банкротствомъ фирмы Yay Cooke & Co“ [1]).

Такимъ образомъ, въ дни, непосредственно предшествовавшіе войнѣ, закрылись всѣ важнѣйшія биржи міра. Мотивы, по которымъ происходило это закрытіе биржъ, тѣсно связаны съ мѣстными условіями денежнаго рынка каждой отдѣльной страны, но въ общемъ они вытекали изъ необходимости создать національной системѣ кредита дѣйствительную охрану отъ неминуемаго тяжкаго разстройства. Внѣшне казалось, что закрытіе биржъ мѣстнаго значенія, напр., петроградской или вѣнской, вызывалось соображеніями иного формальнаго порядка, чѣмъ закрытіе биржъ съ широко развитымъ обращеніемъ международныхъ цѣнностей, напр., лондонской Stock Exchange. Но по существу эти формальныя соображенія здѣсь не играли особой роли, ибо паника разрушала рынки публичнаго кредита—биржи—одинаково жестоко какъ въ Петроградѣ, такъ и въ Лондонѣ. Слѣдуетъ помнить, что съ этими рынками прочно связаны интересы части населенія, банковъ и государства. Развалъ курсовъ, столь естественный въ моменты всеобщей тревоги, могъ бы чрезвычайно

[1]) „The Commercial and Financial Chronicle“. Bank and Quotation Section for August 1914, p. 19.

глубоко потрясти весь кредитно-денежный организмъ страны, будь она по отношенію къ другимъ странамъ кредиторомъ или дебиторомъ.

Паника вызываетъ обезцѣненіе бумагъ. Но поскольку биржевой оборотъ широко покоится на on call'ныхъ кредитахъ, указанное обезцѣненіе необходимо влечетъ за собой принудительныя экзекутивныя продажи бумагъ многочисленныхъ клiентовъ банковъ; съ другой стороны, массовая реализація бумагъ идетъ параллельно съ возрастаніемъ спроса на наличныя средства, ибо полученіе послѣднихъ даетъ держателю счета on call пережить панику, избѣжавъ неминуемаго краха, сопряженнаго съ экзекуціей его бумагъ. Въ результатѣ биржевой кризисъ переносится на денежный рынокъ, т. е. сначала на банки, а потомъ, когда кассовыя диспозиціи послѣднихъ испытаютъ рѣзкое ухудшеніе,— на центральный эмиссіонный банкъ. Очевидно, если бы биржи, оставаясь открытыми, оффиціально регистрировали паническіе курсы, то экзекуціи бумагъ, неизбѣжныя при такомъ положеніи, могли бы вызвать острыя замѣшательства въ сферѣ милліарднаго on call'наго кредита и отсюда механически перейти на денежный рынокъ и центральный эмиссіонный банкъ. Въ тревожные моменты надвигающейся военной катастрофы подобныя замѣшательства могли бы, несомнѣнно, создать явную угрозу успѣшной мобилизаціи финансовыхъ силъ страны.

Съ другой стороны, въ силу интернаціонализаціи обращенія цѣнныхъ бумагъ и фондоваго арбитража, данная группа цѣнностей можетъ быть запродана на любой биржѣ. Такъ, нашъ 5% заемъ 1906 г. можно продать въ Амстердамѣ, Брюсселѣ, Вѣнѣ, Парижѣ и Лондонѣ, не говоря уже о русскихъ биржахъ. Если, напр., Вѣна желаетъ развязаться съ этой бумагой, стремясь мобилизовать свои наличныя средства, то, естественно, она будетъ запродавать ее большими партіями на Петроградъ, гдѣ болѣе всего заинтересованы въ поддержаніи ея курса. Образовавшаяся такимъ образомъ курсовая разница будетъ, въ свою очередь, учтена и другими биржами, которыя, исходя изъ данной конъюнктуры, также пожелаютъ превратить эту бумагу въ наличность,—превосходной иллюстраціей въ этомъ отношеніи можетъ служить отмѣченное выше нами паническое предложеніе бумагъ на Нью-Іоркъ. Въ результатѣ та или иная биржа въ моменты тревоги оказывается заваленной приказами на продажу. Чѣмъ сильнѣе биржа связана съ интернаціональнымъ рынкомъ, напр., лондонская или парижская, тѣмъ глубже въ такіе моменты она испы-

тываетъ разстройство отъ запродажъ извнѣ. Съ другой стороны, чѣмъ большая часть бумагъ даннаго фондоваго рынка обращается заграницей, напр., русскій или американскій рынокъ, тѣмъ меньше онъ можетъ справиться съ поступающими на него предложеніями этихъ бумагъ съ другихъ рынковъ, предложеніями, столь естественными въ періоды всеобщей паники. Оказать подобнаго рода запродажамъ и предложеніямъ сколько-нибудь значительное сопротивленіе невозможно, ибо они производятся по чрезвычайно низкимъ цѣнамъ и, вызывая сильное давленіе на курсы смежныхъ группъ цѣнностей, деморализуютъ весь рынокъ, ослабляя и разстраивая финансовыя силы страны.

Итакъ, причины, вызвавшія закрытіе биржъ, обусловлены: 1) необходимостью предотвратить кризисъ биржевого оборота, который, будучи тѣсно связанъ съ интересами публики и банковъ, непосредственно опирался на систему національнаго кредита,—кризисъ биржевого оборота могъ бы повлечь за собой кризисъ кредита со всѣми его ужасами и бѣдствіями; 2) необходимостью эмансипироваться отъ заграничныхъ запродажъ товара,—онѣ не только усиливали разстройство мѣстнаго биржевого оборота, но также вызывали ростъ срочныхъ платежей и обязательствъ на заграницу, т. е. чрезвычайно ухудшали балансъ внѣшнихъ разсчетовъ. Въ сущности, указанные мотивы имѣли одну общую цѣль—охрану національнаго денежнаго рынка и кредита.

Многомилліардныя массы движимыхъ цѣнностей, созданныхъ потребностями культурнаго капиталистическаго хозяйства, являлись, подобно всякому товару, объектами широкаго мѣноваго обращенія, имѣя огромные рынки и милліоны покупателей и продавцовъ во всѣхъ частяхъ свѣта. Очевидно, если въ биржевомъ оборотѣ выражалось одно изъ важнѣйшихъ условій развитія этого хозяйства, то съ закрытіемъ биржъ оно какъ бы перестало существовать: рынки цѣнныхъ бумагъ, вмѣщавшіе въ себѣ милліарды мобилизованнаго капитала, оффиціально упразднялись. Вся эта масса цѣнностей такимъ образомъ сразу ставилась внѣ рамокъ нормальнаго мѣноваго обращенія, а народное хозяйство, претерпѣвая колоссальныя потери отъ паденія стоимости движимаго богатства, утрачивало важнѣйшій финансовый аппаратъ, при помощи котораго оно могло столь успѣшно мобилизировать капиталы и развивать свою производительную мощь. Подобное явленіе было столь необычайнымъ и неестественнымъ, что простая наличность его должна была сви-

дѣтельствовать о томъ, что современный намъ капиталистическо-финансовый укладъ подвергся катастрофѣ исключительной силы.

IV.

Закрытіе фондовыхъ биржъ, какъ оффиціальныхъ институтовъ, не могло, разумѣется, окончательно парализовать фондоваго рынка, какъ извѣстной экономической организаціи, созданной реальными потребностями жизни,—вѣдь капиталистическое хозяйство продолжало непоколебимо существовать. Поэтому вскорѣ послѣ закрытія оффиціальныхъ биржъ почти повсемѣстно возникъ частный биржевой торгъ. Первоначально онъ обслуживалъ сравнительно узкіе капиталистическіе круги, вынуждавшіеся, вслѣдствіе невозможности располагать своими вкладами по причинѣ банковыхъ мораторіевъ, искать наличныхъ средствъ и продавать бумаги по какой угодно цѣнѣ. Затѣмъ, по мѣрѣ возраставшей потребности въ куплѣ-продажѣ цѣнныхъ бумагъ, какъ результатъ болѣе спокойной оцѣнки положенія дѣлъ, онъ принялъ широкую форму „вольнаго рынка". Сдѣлки, совершавшіяся на такого рода рынкахъ, конечно, не регистрировались ни въ какихъ контролирующихъ инстанціяхъ, и цѣны, которыя на нихъ устанавливались, были далеки отъ дѣйствительныхъ, особенно въ первые дни войны, когда нормальный критерій оцѣнки прочности той или иной бумаги совершенно отсутствовалъ [1]). Въ странахъ съ развитымъ обращеніемъ цѣнныхъ бумагъ подобное положеніе дѣлъ, естественно, вызывало необходимость упорядоченія, тѣмъ или инымъ способомъ, фондоваго рынка, ибо наличность неурегулированныхъ счетовъ давила на банки, а отсутствіе правильныхъ цѣнъ препятствовало производить ликвидаціи обязательствъ % бумагами и по % бумагамъ. Отсюда возникъ вопросъ о желательности открытія оффиціальныхъ биржъ, хотя бы для сдѣлокъ на наличныя. Такое рѣшеніе въ извѣстной мѣрѣ стояло въ связи съ обнаружившейся приспособляемостью финансовыхъ рынковъ къ тяжелымъ условіямъ войны и строго проведенной охраной этихъ рынковъ отъ покушеній непріятеля косвенными путями использовать ихъ средства въ своихъ цѣляхъ. Въ соотвѣтствіи съ данными обстоятельствами, 20 сентября открылась копенгагенская биржа, 15 ноября—нью-іоркская биржа, 24 ноября—парижская биржа, 22 декабря—лондонская биржа, 12 января—амстердамская биржа и т. д. Изъ крупныхъ евро-

[1]) *Богомъповъ.* Война и рынокъ капиталовъ. „Вѣстн. Финансовъ", 1915 г., № 19.

пейскихъ биржъ оставались закрытыми вплоть до настоящаго времени: берлинская, брюссельская, вѣнская, миланская и петроградская.

Первоначально операціи на вновь открытыхъ биржахъ были строго регламентированы въ отношеніи установленія цѣнъ, производства сдѣлокъ и доступа бумагъ съ иностранныхъ рынковъ, причемъ, дабы предотвратить возможность крупныхъ реализацій со стороны дебиторовъ, послѣднимъ какъ въ Англіи, такъ и во Франціи были оказаны ссуды изъ центральныхъ банковъ, а равно имъ было предоставлено право погашать свои обязательства послѣдовательными взносами. Какъ слѣдствіе регламентаціи, на лондонской биржѣ, напр., 4 января 1915 г. были установлены минимальныя цѣны на рядъ руководящихъ фондовыхъ бумагъ; ниже этихъ цѣнъ котировальная комиссія лишалась права выставлять отмѣтки въ котировкахъ; хотя 18 марта 1915 г. минимальныя цѣны были понижены, дѣйствіе ихъ, однако, для лондонской биржи сохраняется до настоящаго времени. На парижской биржѣ, согласно постановленію отъ 14 января, маклера, напр., могли исполнять порученія по продажѣ % бумагъ лишь за счетъ лицъ французской національности и притомъ проживающихъ во Франціи. Дѣятельность нью-іоркской биржи вначалѣ также подверглась дѣйствію минимальныхъ цѣнъ, которыя были установлены 12 декабря 1914 г. и отмѣнены затѣмъ 1 апрѣля 1915 г. Въ первое время сдѣлки повсемѣстно происходили за наличныя, причемъ требовалось доказательство принадлежности бумагъ продавцу; отмѣтки курсовъ производились лишь по фактическимъ сдѣлкамъ. Впослѣдствіи, по мѣрѣ отмѣны и ослабленія мораторныхъ законовъ, возстановились операціи и на срочномъ рынкѣ. Интересно отмѣтить, что урегулированіе срочныхъ сдѣлокъ на парижской биржѣ послѣдовало лишь 4-го октября (1915 г.), а на берлинской—30-го ноября (1915 г.).

Послѣ закрытія петроградской оффиціальной биржи, происшедшаго 16 іюля, въ газетахъ тотчасъ же было отмѣчено, что „биржевая дѣятельность фактически замерла“ [1]), затѣмъ, что „банки воздерживаются отъ выдачи ссудъ подъ дивидендныя цѣнности“ [2]), и что „сдѣлокъ въ банкахъ съ дивидендными бумагами не происходитъ“ [3]). Состоявшееся 30 іюля совѣщаніе представителей банковъ относительно возобновленія биржевыхъ

[1]) „Бирж. Вѣдомости“, отъ 17 іюля 1914 г.
[2]) „Бирж. Вѣдомости“, отъ 25 іюля 1914 г.
[3]) „Новое Время“, отъ 30 іюля 1914 г.

сдѣлокъ въ Петроградѣ „высказалось противъ открытія въ настоящее время биржи въ Петроградѣ“ [1]). Въ этотъ же день стало извѣстнымъ, что „слухи объ открытіи дивидендной биржи въ Петроградѣ лишены основанія“ [2]). Однако, жизнь требовала своего. 1 августа въ газетахъ уже отмѣчалось слѣдующее: „сдѣлокъ съ бумагами еще не производится, хотя уже замѣтно, что серьезные капиталисты начинаютъ робко интересоваться цѣнами, по которымъ можно было бы пріобрѣсти тѣ или иныя солидныя бумаги. Цѣнъ не называютъ, но есть желаніе купить, если товаръ будетъ дешево продаваться“ [3]).

Въ ближайшее затѣмъ время эти попытки возобновить операціи, осуществились. Болѣе или менѣе нормальное функціонированіе частнаго биржевого рынка въ Петроградѣ началось приблизительно во второй половинѣ сентября 1914 г. и съ тѣхъ поръ непрерывно продолжается, втягивая въ себя новые объекты цѣнностей. Конечно, нельзя говорить, насколько сдѣлки съ тѣми или иными бумагами, совершаемыя на вольномъ биржевомъ рынкѣ, имѣютъ реальный характеръ и насколько онѣ лишены элементовъ спекуляціи,—никто такихъ сдѣлокъ провѣрить не можетъ, ибо онѣ никѣмъ не контролируются. Однако, если исходить изъ того, что данная бумага является мѣновой цѣнностью, то расцѣнка этой бумаги при всякихъ условіяхъ будетъ складываться въ непосредственной зависимости отъ реальныхъ экономическихъ факторовъ, т. е. на основаніи внутреннихъ законовъ обращенія мѣновыхъ цѣнностей. Съ этой точки зрѣнія возможно признать, что закрытіе биржъ въ настоящее время, когда хозяйственная жизнь уже приспособилась къ режиму войны, a priori мало измѣняетъ условія образованія цѣнъ биржевыхъ бумагъ.

Все же, повидимому, существуютъ причины, если, несмотря на это, оффиціальный биржевой рынокъ въ Петроградѣ остается закрытымъ. Дѣйствительно, по заявленію директора Кредитной Канцеляріи (Д. И. Никифорова), „въ данный моментъ на пути къ возобновленію биржевыхъ собраній находятся весьма многочисленныя препятствія“. Препятствія эти: 1) возможность рѣзкихъ колебаній курса, которыя „не могутъ быть допустимы при нынѣшнихъ обстоятельствахъ“; 2) „возможность наплыва къ намъ цѣнностей изъ враждующихъ съ нами

[1]) „Русск. Слово“, отъ 31 іюля 1914 г.
[2]) „Новое Время“, отъ 30 іюля 1914 г.
[3]) „Бирж. Вѣдомости“, отъ 2 августа 1914 г.

странъ", главнымъ образомъ, изъ Германіи, легко осуществимая, „въ случаѣ функціонированія биржевого аппарата"; 3) необходимость устранить переоцѣнку бумагъ банковыхъ кліентовъ по счету on call, ибо при открытіи биржи „мы неизбѣжно будемъ свидѣтелями экзекутивныхъ продажъ указанныхъ бумагъ, которыя будутъ понижательно вліять на расцѣнку бумагъ" [1]). Въ сущности, перечисленные доводы скорѣе относятся къ самому акту закрытія биржи, чѣмъ къ установленію причинъ, по которымъ теперь биржу открыть нельзя...

Что же касается русскихъ провинціальныхъ биржъ, то въ данномъ отношеніи слѣдуетъ упомянуть лишь о московской, гдѣ, по примѣру Петрограда, купля-продажа цѣнныхъ бумагъ широко обслуживается „вольнымъ рынкомъ", т. е. частными биржевыми собраніями. Въ то время, какъ въ Петроградѣ эти собранія происходятъ въ помѣщеніяхъ отдѣльныхъ коммерческихъ банковъ, въ Москвѣ, напротивъ, они функціонируютъ неоффиціально въ залѣ фондовой биржи. Вслѣдствіе такого обстоятельства, петроградскій вольный фондовый рынокъ абсолютно предоставленъ самому себѣ и не испытываетъ никакихъ воздѣйствій со стороны; въ Москвѣ же онъ формально связанъ съ нѣкоторыми условностями, непосредственно вытекающими изъ его отношенія къ мѣстной биржѣ, хотя бы оффиціально несуществующей. Отсюда являлось возможнымъ регламентировать сдѣлки съ цѣнными бумагами, совершаемыя на частныхъ биржевыхъ собраніяхъ въ Москвѣ, несмотря на отсутствіе оффиціально установленныхъ контролирующихъ инстанцій. Подобная регламентація была проведена представителями банковъ и банкирскихъ конторъ съ 20 августа 1915 г. Въ общемъ она сводится къ слѣдующему:

Процентныя бумаги можно продавать и покупать не иначе, какъ со сдачей не позднѣе 3 час. дня на слѣдующій день, а не на третій день, какъ это до сихъ поръ практиковали маклера. Маклерскія записи и подтвердительныя о сдѣлкахъ записки должны получаться продавцомъ непремѣнно при совершеніи сдѣлокъ. При совершеніи сдѣлокъ должна соблюдаться фактическая передача бумагъ; бланковыя же запродажи безусловно запрещаются. О всѣхъ нарушеніяхъ правилъ по сдѣлкамъ банки должны доводить до свѣдѣнія банковой комиссіи при биржѣ, такъ какъ банки не могутъ не знать лицъ, являющихся ихъ контрагентами

[1]) „Финансовая Газета", отъ 19 октября 1915 г.

по сдѣлкамъ. Бумаги не должны быть выдаваемы на храненіе посредникамъ-маклерамъ, а должны непосредственно переходить отъ продавца къ покупателю. При продажѣ валюты необходимо соблюдать правило объ уплатѣ денегъ на слѣдующій день послѣ покупки, и чтобы валюта фактически выдавалась тѣмъ лицамъ, на которыхъ она записана.

Въ заключеніе, приведемъ данныя относительно состоянія цѣнъ на руководящія бумаги по различнымъ рынкамъ, сравнивъ ихъ съ цѣнами, существовавшими до начала войны.

Общее представленіе о паденіи цѣнъ на лондонской биржѣ даетъ индексъ курсовъ 387 руководящихъ бумагъ, даваемый журналомъ „Banker's Magazine“ (милл. ф. ст.):

	1914.	1915.
январь	3.389	3.114
февраль	3.455	3.092
мартъ	3.408	3.018
апрѣль	3.406	3.053
май	3.386	3.026
іюнь	3.383	3.009
іюль 20-го (н. ст.)	3.371	2.910
іюль 30-го (н. ст.)	3.182	
августъ	—	2.907
сентябрь	—	2.906
октябрь	—	2.926

Паденіе курсовой цѣнности достигаетъ, съ 20 іюля 1914 г. по октябрь 1915 г., 445 милл. ф. ст. или 10,8% общей суммы бумагъ. Что же касается курсовой расцѣнки отдѣльныхъ бумагъ, то таковую приводимъ ниже:

	Курсы бумагъ на лондонской биржѣ: 10 іюля 1914 г.	10 октября 1915 г.	Пониженіе (—).
Англ. и колон. **фонды:**			
2½% консоли	75¾	65	—10¾
2¾% ирландск. заемъ . .	75½	65½	—10
3½% индійск. заемъ . . .	89¼	80¾	— 8½
Займы иностр. государствъ:			
5% аргент. заемъ 1886 г. .	102½	98¼	— 4¼
5% китайск. 1896 г. . . .	102½	94¼	— 8¼
4% египет. униф.	99½	85	—14½
5% „ 1907 г. . . .	99¼	91¼	— 8

4% русск. конс. 1889 г.	86	73	—13
5% „ заемъ 1906 г.	103	92	—11

Акціи *мѣстн. рынка:*

Gt. Northern Railw.	51 3/8	37 1/2	—13 7/8
Midland, def.	72 1/4	56 1/2	—15 3/4
North Eastern, ord.	123 1/4	100	—23 1/4
Brighton and S. Co	83 1/4	52	—31 1/4
Англійск. Банкъ	252 1/2	230	—22 1/2

Американск. рынка:

Canadian Pacific.	190 1/2	184	— 6 1/2
San Paulo ord.	239 1/2	174	—65 1/2
U. S. Steel	61 3/4	92 3/8	+30 5/8

Въ отношеніи направленія курсовъ парижской биржи можно привести такія данныя:

	Движеніе курсовъ парижской биржи: 10 іюля 1914 г.	10 октября 1915 г.	Пониженіе (—).
Фонды:			
3% франц. рента	81	66,50	—14,50
5% русск. заемъ 1906 г.	101	87,90	—13,10
4 1/2% „ „ 1909 г.	95,50	77	—18,50
Акціи:			
франц. банка	4.574	4.300	— 274
париж. и голл. банка	1.295	860	— 435
лионск. кредита	1.480	941	— 539
земельн. кред.	874	629	— 245
орлеан. ж. д.	1.280	1.075	— 205
сѣверн. ж. д.	1.270	1.200	— 70
восточн. ж. д.	896	595	— 301
суэцк. канала	4.670	3.990	— 680

Такъ какъ берлинская биржа остается закрытой и цѣны частнаго биржевого оборота въ Германіи не публикуются, то привести здѣсь свѣдѣнія относительно интересующихъ насъ курсовъ германскихъ бумагъ представляется невозможнымъ.

Курсовое направленіе бумагъ петроградскаго рынка приводится ниже:

	Курсы бумагъ въ Петроградѣ. 10 іюля 1914 г. (оффиціальная котировка).	10 октября 1915 г. (по частнымъ сдѣлк.).	Новышеніе (+) или пониженіе (—).
Фонды и капитальныя:			
4% госуд. рента	92⅜	79¾	— 12⅝
5% заемъ 1905 г.	103	92½	— 10½
5% заемъ 1906 г. [1])	102¾	103	+ ¼
4½% заемъ 1909 г. [1])	98	97½	— ½
5% военн. заемъ 1914 г.	—	91,70	—
5% военн. заемъ 1915 г.	—	91,60	—
5½% военн. заемъ 1915 г.	—	97½	—
4½% облиг. петр. кр. о-ва	86½	77,15	— 9,35
4½% закл. л. вилен. з. б.	82¼	68	— 14¼
4½% закл. л. моск. з. б.	82½	77	— 5½
Акціи:			
Жел.-дорожн. о-въ:			
московско-казанской	438	409	— 29
кіево-воронежской	720	606	—114
виндаво-рыбинской	337	212	—125
юго-восточныхъ	264	215½	— 48½
Коммерч. банковъ:			
азовско-донскаго	531	435	— 96
волжско-камскаго	845	740	—105
русск. для вн. торговли	354	290	— 64
сибирскаго	546	470	— 76
международнаго	414	300	—114
Нефтяныя:			
бакинскія	605	579	— 26
манташевскія	206	136½	— 69½
Нобель	827	918	+ 91
Металлург. и механич.:			
брянскія	144	140	— 4
донецко-юрьевскія	257	186	— 71
мальцевскія	265½	233	— 32½
никополь-маріупольскія	215	176	— 39

[1]) Котируются на иностранныхъ биржахъ и имѣютъ обозначенія въ иностранной валютѣ.

путиловскія	107½	90½	— 17
тульск. патронн.	349	614	+265
парвіайненъ	113	102	— 11
Разныя:			
глухоозерск. цемент. . . .	107	70	— 37
ленскія	392	515	+123
россійск. золотопр.	51½	52	+ ½
Чеки *обыкн. на:*			
Лондонъ	95,07	139,50	+ 44,43
Парижъ	38,15	50,40	+ 12,25

ГОСУДАРСТВ. ПУБЛИЧНАЯ ИСТОРИЧЕСКАЯ БИБЛИОТЕКА

Волжско-Камскій Коммерческій Банкъ

въ Петроградѣ, уг. Невскаго пр. и Михайловской, д. № 38-2
и при Калашниковской хлѣбной биржѣ.

ОСНОВАНЪ въ 1870 году.

Правленіе Банка въ Петроградѣ. *Отдѣленія:* въ Москвѣ, Армавирѣ, Астрахани, Баку, Балаговѣ, Борисоглѣбскѣ, Варшавѣ, Воронежѣ, Вяткѣ, Екатеринбургѣ, Екатеринодарѣ, Екатеринославѣ, Иркутскѣ, Казани, Кинешмѣ, Кіевѣ, Кокандѣ, Курганѣ, Лодзи, Н.-Новгородѣ, Омскѣ, Оренбургѣ, Пензѣ, Перми, Ригѣ, Ростовѣ на Дону, Рыбинскѣ, Самарѣ, Самаркандѣ, Саратовѣ, Семипалатинскѣ, Симбирскѣ, Ставрополѣ губ., Сызрани, Тамбовѣ, Ташкентѣ, Тифлисѣ, Уфѣ, Харьковѣ, Царицынѣ и Ярославлѣ. *Агентства:* въ Бугульмѣ, Бутурлиновкѣ, Вязникахъ, Елисаветполѣ, Костромѣ, Котельничѣ, Кутаисѣ, ст. Лабинской, Майкопѣ, Наманганѣ, Новороссійскѣ, Новочеркасскѣ, Покровскѣ (Самарск. губ.), Ростовѣ (Яросл. губ.), Уржумѣ, Шушѣ и Эриванн.

СОСТОЯНІЕ СЧЕТОВЪ НА 1-е ОКТЯБРЯ 1915 года.

АКТИВЪ.

Касса и текущіе счета		38.543.254 17
Билеты государств. казначейства (серіи)		23.660.360 14
Учетъ векселей и др. цѣнностей [1]		298.709.643 72
Ссуды		119.959.525 77
Цѣнныя бумаги, принадлежащія банку		32.567.881 04
% бумаги благотворительныхъ капиталовъ		84.948 30
Счетъ банка съ отдѣленіями его		124.114.309 48
Корреспонденты банка:		
по ихъ счетамъ (Loro)		68.082.792 03
„ счетамъ банка (Nostro)		2.396.300 05
векселя у корреспондентовъ		5.936.831 32
Покупка и продажа цѣнныхъ бумагъ по порученіямъ		6.467.427 91
Протестованные векселя		609.920 53
Текущіе расходы		2.810.761 58
Расходы, подлежащіе возврату		40.853 55
Недвижимое имущество		4.725.901 21
Переходящія суммы		2.591.452 37
Векселя, принятые на коммисію		34.191.710 61
Государственный промысловый налогъ		1.332.610 61
		766.826.484 39

ПАССИВЪ.

Складочный капиталъ (72.000 акцій по 250 руб.)		18.000.000 —
Запасный капиталъ		13.000.000 —
Особый резервный капиталъ		4.319.045 55
Особый резервъ въ распоряженіи гг. акціонеровъ		1.800.000 —
Резервъ на покрытіе возможныхъ убытковъ 1914 г.		403.000 —
Капит. для возмѣщ. суммъ, употребл. на пріобр. домовъ.		1.513.806 06
Счетъ благотворительныхъ капиталовъ		85.041 30
Вклады и текущіе счета		492.132.554 21
Спеціальный текущій счетъ въ Государ. банкѣ		117.363 —
Корреспонденты банка:		
по ихъ счетамъ (Loro)		37.682.157 21
„ счетамъ банка (Nostro)		906.476 95
векселя на коммисіи		36.731.493 56
Счетъ банка съ отдѣленіями его		131.501.090 27
Невыплаченный по акціямъ банка дивидендъ		74.494 —
%, не выплаченные по вкладамъ и текущимъ счетамъ		10.887.666 94
Проценты и коммисія за сей годъ 21.692.408 34		
%, исчисл. по вкл. и тек. сч. за сей годъ 12.181.261 85		
	9.511.146 49	9.511.146 49
Проценты, переходящіе на 1916 годъ		793.329 23
Переходящія суммы		7.367.819 62
		766.826.484 39

[1]) Въ томъ числѣ обязат. государств. казначейства 130.700.000 —

Русско-Азіатскій Банкъ

ПРАВЛЕНІЕ въ Петроградѣ, Невскій 62.

Складочный капиталъ . . . . . Р. 45.000.000.—
Командита Китайскаго Правительства Куп. таэлей . . . . „ 3.500.000.—
Запасные капиталы . . . . . „ 23.300.000.—

Городское Отдѣленіе Банка въ Петроградѣ:
на Садовой ул., д. № 48 (близь Сѣнной пл.).

ОТДѢЛЕНІЯ и АГЕНТСТВА

въ Европейской и Азіатской Россіи и заграницей.

Андижанъ.
Армавиръ.
Астрахань.
Асхабадъ.
Ачинскъ.
Баку.
Балашовъ.
Барнаулъ.
Батумъ.
Бійскъ.
Благовѣщенскъ.
Бомбей.
Борисоглѣбскъ.
Бутурлиновка.
Бухара.
Бѣжецкъ.
Верхнеудинскъ.
Вильна.
Витебскъ.
Владивостокъ.
Владикавказъ.
Воронежъ.
Вѣрный.
Гомель.
Гонгконгъ.
Грозный.
Дальній (Дайренъ).
Дербентъ.
Ейскъ.
Екатеринбургъ.
Екатеринодаръ.
Елецъ.
Ефремовъ.
Иркутскъ.
Іокогама.
Казань.
Калькутта.
Кашгаръ.
Керки.
Кишиневъ.
Козловъ.
Кокандъ.
Красноярскъ.
Кронштадтъ.
Куанчендзы.
Кульджа.
Либава.
Лондонъ.
Маргеланъ.
Маріуполь.
Мервъ.
Минскъ.
Минусинскъ.
Москва.
Наманганъ.
Нижній Новгородъ во время ярм.
Николаевскъ Прим.
Новозыбковъ.
Ново-Николаевскъ.
Новороссійскъ.
Ново-Ургенчъ.
Новочеркасскъ.
Ньючвангъ.
Одесса.
Омскъ.
Оренъ.
Парижъ.
Пекинъ.
Пенза.
Петровскъ (Дагест.)
Покровская Слоб.
Прилуки.
Прохладная ст.
Рига.
Рославль.
Ростовъ на Дону.
Рыбинскъ.
Самара.
Самаркандъ.
Саратовъ.
Семипалатинскъ.
Сочи.
Срѣтенскъ.
Старый Осколъ.
Татарская.
Ташкентъ.
Тверь.
Троицкосавскъ.
Туапсе.
Тяньцзинь.
Хабаровскъ.
Хайларъ.
Ханькоу.
Харбинъ.
Харьковъ.
Херсонъ.
Чита.
Чифу.
Чугучакъ.
Шанхай.
Якутскъ.

Адресъ для телеграммъ: „СИНОРУСЪ“.

Банкъ имѣетъ корреспондентовъ во всѣхъ мѣстностяхъ Россіи и заграницей.

Петроградскій

Учетный и Ссудный Банкъ

въ ПЕТРОГРАДѢ,
Невскій пр., № 30.

Основанъ въ 1869 г.

Складочный капиталъ	20.000.000 р.—к.
Запасный капиталъ	6.666.666 „ 67 „
Особый резер. капит.	3.333.333 „ 33 „
	30.000.000 р.—к.

Отдѣленія:

въ Кіевѣ, Ростовѣ-на-Дону, Таганрогѣ, Черкассахъ,
Бѣлой-Церкви и Смѣлѣ.

ПОЖЕРТВОВАНІЕ ОБЪЕДИНЕННАЯ БИБЛІОТЕКА И.Е.П.

Южно-Русское Товарищество Пеньковой и Канатной Промышленности въ Харьковѣ

ПРАВЛЕНІЕ:
въ Харьковѣ, Павловская пл., домъ О-ва „Россія"

ФАБРИКИ:
при ст. Новая Баварія Южн. жел. дор.

Адресъ для телеграммъ: ХАРЬКОВЪ—ПЕНЬКА.

СПЕЦІАЛЬНОСТИ ПРОИЗВОДСТВА:

1) **ПРЯДИЛЬНОЙ и ТКАЦКОЙ МАНУФАКТУРЫ:** джутовые мѣшки и полотно, пасы и брезенты химической или озокеритовой пропитки.

2) **ШПАГАТНОЙ ФАБРИКИ:** шпагатъ и вязка всѣхъ сортовъ.

3) **КАНАТНОЙ ФАБРИКИ:** пеньковые, манильскіе и проволочные канаты для всѣхъ цѣлей.

ОТДѢЛЕНІЯ:

въ Москвѣ: Шуйское Подворье, № 33.

въ Баку: Красноводская ул., № 3.

ГОСУДАРСТВ. ПУБЛИЧНАЯ ИСТОРИЧЕСКАЯ БИБЛІОТЕКА